

# **SUKUK DI PASAR MODAL**

## **Tinjaun Bisnis Investasi dan Fiqh**

**DR. Mugiyati, MEI**



**Judul Buku:**

**SUKUK DI PASAR MODAL  
TINJAUN BISNIS INVESTASI DAN FIQH**

**ISBN: 978-602-332-068-4**

vi + 396 hlm : 15.5 x 23 cm

**Penulis:**

DR. Mugiyati, MEI

**Tata Letak:**

Ahmad Kamal Abdul Jabbar

**Penerbit:**

**UIN Sunan Ampel Press**

**Anggota IKAPI**

Gedung Twin Towers Lt. 1 UIN Sunan Ampel

Jl. A. Yani No. 117 Surabaya

Telp. (031) 8410298-ext. 2103

Email : sunanampelpress@yahoo.co.id

Copyright © 2016  
UIN Sunan Ampel Press (UIN SA Press),  
Hak Cipta Dilindungi Undang–undang  
*All Rights Reserved*

## KATA PENGANTAR

Kebutuhan umat Islam terhadap model investasi jangka panjang berbasis *shari'ah* membuat Pasar Modal meluncurkan berbagai produk keuangan *shari'ah*, diantaranya sukuk. Namun seringkali praktik perdagangan efek *shari'ah* yang ada saat ini, secara umum mempunyai prosedur dan tata cara yang sama dengan perdagangan efek konvensional. Bahkan sukuk tergolong efek bersifat utang (*bonds*) dengan berbagai karakteristiknya. Hal tersebut memicu isu-isu *shari'ah* yang membutuhkan solusi.

Banyak kalangan menilai aspek *shari'ah* implementasi investasi sukuk di Bursa Efek belum sepenuhnya *shari'ah*. Indikasinya adalah bahwa sukuk diperdagangkan sebagai efek bersifat utang sebagaimana obligasi konvensional dengan standart harga berdasar bunga pasar yang tentu saja mengalami banyak benturan dengan prinsip-prinsip *shari'ah*.

Sejatinya Sukuk merupakan sertifikat finansial yang serupa dengan obligasi *shari'ah*, sejenis dokumen yang mewakili sebuah kontrak hak dan kewajiban atau keuangan yang sesuai dengan *shari'ah*. Pada masa klasik Islam, Sukuk digunakan oleh para saudagar muslim dalam aktivitas perniagaan dan transaksi komersial lainnya yang bersifat multinasional sebagai bukti kepemilikan aset investasi tertentu.

Di era sekarang sukuk menjadi sarana investasi global yang mendasarkan kontrak investasinya pada akad-akad syariah. Sehingga varian sukukpun sangat beragam sesuai jenis akadnya. Namun apapun

jenisnya, sukuk mesti harus bertemali dengan sektor riil yang mendasari diterbitkannya sukuk. Elan vital sharî'ah dari sukuk tidak hanya terletak pada sisi profitnya, tetapi juga halal-haram komoditasnya, bentuk usaha dan produksinya, porsi/nisbah bagi hasil, besarnya ujah/fee atau margin sesuai aset yang dijadikan dasar dikeluarkannya sukuk.

Melalui buku ini, penulis bermaksud menyuguhkan analisis fiqh terhadap produk sukuk, baik dari aspek akad yang digunakan, proses penerbitan sukuk, perdagangan sukuk di pasar modal serta implementasinya. Selamat membaca, semoga bermanfaat.

Surabaya, 2 Desember 2016

**Penulis**

# DAFTAR ISI

**KATA SAMBUTAN**

**PENGANTAR**

**BAB I : PENDAHULUAN..... 1**

**BAB II : KAJIAN INVESTASI BISNIS SUKUK DAN**

**PASAR MODAL ..... 20**

A. Investasi Pembiayaan Sebagai Konstruksi Bisnis ... 20

1. Investasi Pembiayaan dalam Bisnis ..... 20

2. Konstruksi Bisnis Investasi ..... 22

B. Pasar Modal dan Bursa Efek Sharī'ah ..... 32

1. Pasar Modal Sharī'ah ..... 32

2. Bursa Efek ..... 40

**BAB III : SUKUK SEBAGAI MODEL PEMBIAYAAN**

**INVESTASI ..... 49**

A. Konsep Dasar Sukuk ..... 49

1. Pengertian Sukuk ..... 49

2. Dasar Hukum Sukuk ..... 53

3. Jenis-Jenis Sukuk ..... 55

4. Struktur Investasi Sukuk ..... 59

B. Sukuk Sebagai Model Pembiayaan Korporasi ..... 83

<b>BAB IV : KONSTRUK TRANSAKSI INVESTASI SUKUK</b>	
<b>DI PASAR MODAL DALAM RERANGKA</b>	
<b>FIQH MU'ĀMALAH .....</b>	<b>98</b>
A. Transaksi Dalam Investasi Bisnis Islam .....	98
B. Pasar Modal sebagai Kelembagaan	
Investasi Bisnis .....	132
C. Norma Sharî'ah .....	147
D. Etika Bisnis .....	165
E. Kompetitif Bisnis .....	189
F. Perusahaan Go Publik .....	195
<b>BAB V : IMPLEMENTASI SUKUK DI BURSA EFEK</b>	
<b>INDONESIA .....</b>	<b>200</b>
A. Diskripsi Bursa Efek Indonesian .....	200
B. Kelembagaan Pasar Modal .....	242
C. Implementasi Sukuk di Bursa Efek Indonesia .....	261
<b>BAB VI : ASPEK FIQH DALAM IMPLEMENTASI</b>	
<b>SUKUK .....</b>	<b>328</b>
A. Analisis Aspek Fiqh; Pasar Modal Sebagai	
Alternatif Investasi Bisnis Islam .....	328
B. Analisis Aspek Fiqh Pada Mekanisme	
Perdagangan Sukuk di Pasar Modal	
Bursa Efek Indonesia (BEI) .....	340
C. Pembahasan Tentang Keterlibatan Kelembagaan	
Pasar Modal Dalam Penerbitan sukuk di BEI .....	360
D. Pembahasan Tentang Implementasi Investasi	
Sukuk Di BEI .....	365
<b>DAFTAR PUSTAKA .....</b>	<b>388</b>

## **BAB I**

### **PENDAHULUAN**

Islam telah mengatur mekanisme pengembangan harta kekayaan melalui bisnis, investasi dan aktivitas lainnya serta menjelaskan berbagai aspek hukum-hukumnya. Allah dan RasulNya telah memberikan petunjuk dan rambu-rambu yang jelas untuk diikuti oleh setiap muslim dalam melakukan bisnis. Dalam Ekonomi Bisnis Islam setiap transaksi hakekatnya adalah halal hukumnya untuk dilakukan kecuali yang mengandung unsur yang dilarang oleh agama.

Sementara dalam bisnis kontemporer tidak terlepas dari persaingan baik ditingkat lokal, regional dan global. Dalam persaingan bisnis terutama di era baru manufacturing telah mengalami perubahan yang cepat. Akselerasi perubahan ini didukung oleh berbagai faktor baik dari sisi perkembangan teknologi telekomunikasi dan informasi yang makin pesat, tuntutan konsumen yang makin kritis atas penyediaan barang dengan harga rendah, kualitas tinggi dan waktu tunggu pendek, serta faktor sosial dan ekonomi dalam pelaksanaan aktivitas perusahaan atau korporasi seperti aspek kesadaran lingkungan hidup perusahaan. Faktor lain yang paling penting adalah adanya globalisasi perekonomian yang membawa dampak pada hilangnya batas-batas geografis antar negara sehingga pesaing yang dihadapi perusahaan semakin banyak.

Dalam kondisi tersebut menurut Ismail Nawawi, 1 menuntut perusahaan untuk mencari strategi yang tepat dalam menghadapi perubahan lingkungan dan persaingan bisnis yang sangat cepat yang didukung oleh sumber daya modal, manusia dan sumber daya lainnya. Untuk merespons hal tersebut dapat menggunakan strategi bisnis Agile management dan Agile manufacturing. Dengan agile management dan agile manufacturing memberikan solusi dalam menghadapi persaingan bisnis yang tidak dapat diprediksi. Agile management dan Agile manufacturing merupakan metode yang diterapkan dalam perusahaan yang berdasarkan pada kapabilitas dan sumber keunggulan kompetitif perusahaan untuk merespon lingkungan yang dinamis dan makin kompetitif, serta tuntutan konsumen akan produk dan jasa yang diberikan oleh perusahaan.<sup>2</sup>

Aplikasi strategi agile management dan agile manufacturing memerlukan dasar-dasar kompetitif sebagai keunggulan kompetitif yang harus dimiliki perusahaan yaitu kecepatan, fleksibilitas, proses inovasi, proaktivitas inovasi, kualitas, profitabilitas yang dapat dicapai melalui integrasi sumber daya dan praktik manajemen modern dalam lingkungan perekonomian yang berbasis pengetahuan yang merupakan aset tanwujud dalam bisnis.<sup>3</sup>

Dalam kehidupan bisnis adanya usaha dan fungsi sosial ekonomi yang memanfaatkan sumber daya dan fasilitas yang ada pada masyarakat, yang dirumuskan sebagai “the utilization of resources

---

<sup>1</sup> Ismail Nawawi, *Islam dan Bisnis; Pendekatan Ekonomi dan Manajemen Doktrin, Teori dan Praktik*, (Sidoarjo, VIV Press, 2012), 175

<sup>2</sup> Lena Ellitan & Lina Anatan, *Manajemen Operasi dalam Era Baru Manufaktur*, (Bandung; Alfabeta, 2007), 155

<sup>3</sup> Ismail Nawawi, *Islam dan Bisnis*, 177



and facilities for system adaptive purposes”<sup>4</sup> Dengan sistem sosial masyarakat menunjukkan fungsi yang mendasar guna mengatur penyesuaian dan keselarasan masyarakat dengan lingkungannya dalam menggunakan berbagai sumber daya dan sarana yang dikuasainya .

Investasi sebagai komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang. Belakangan ini investasi shari’ah makin ramai diperbincangkan karena minat masyarakat akan investasi berbasis syariah ini makin meningkat. Kesadaran masyarakat akan investasi dan semakin berkembangnya pengetahuan masyarakat akan investasi membuat pamor investasi semakin meningkat. Diversifikasi produk investasi pun semakin beragam untuk semakin menjangkau berbagai lapisan masyarakat dengan minat yang berbeda-beda.

Instrumen investasi berbasis shari’ah-pun semakin diminati, terutama oleh kalangan masyarakat muslim. Hal ini juga dipengaruhi oleh semakin rendahnya tingkat suku bunga, nisbah, tabungan dan deposito bank. Beberapa instrumen investasi shari’ah yang beredar di masyarakat antara lain saham shari’ah, obligasi shari’ah atau sukuk, dan reksadana shari’ah. Instrumen sukuk merupakan instrumen investasi yang transaksinya menggunakan prinsip-prinsip shari’ah. Perusahaan dengan sukuk yang tergolong shari’ah ini harus menjalankan usaha untuk produk-produk yang halal. Saat ini sudah ada banyak sukuk yang diperdagangkan di Pasar Modal atau bursa

---

<sup>4</sup>Ibid., 325

efek dengan prinsip shari'ah.

Pasar Modal secara Islam, oleh Dewan Sharī'ah Nasional (DSN) dikonsepsikan sebagai tempat untuk memperdagangkan berbagai instrumen jangka panjang, baik dalam bentuk modal maupun hutang. Dalam Undang-undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal disebutkan bahwa pasar modal adalah kegiatan yang berkaitan dengan penawaran umum dan perdagangan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Perbedaan mendasar antara pasar modal dan pasar-pasar lainnya adalah terletak pada objek yang ditransaksikan. Dalam pasar modal, yang menjadi objek transaksi adalah saham, obligasi, dan berbagai instrumen derivatif lainnya seperti option, warrant, right dan sebagainya.<sup>5</sup>Sedangkan tujuan pasar modal adalah sebagai sarana mempertemukan penjual dan pembeli dana.<sup>6</sup>

Namun analogi penjual dan pembeli di sini berbeda dengan pasar komoditas di pasar tradisional. Penjual dan pembeli adalah penjual dan pembeli instrument keuangan dalam kerangka investasi.<sup>7</sup>Motif dari perusahaan yang menjual sahamnya adalah untuk memperoleh dana yang dipergunakan dalam pengembangan usahanya dan bagi pemodal adalah untuk mendapatkan penghasilan dari modalnya. Berbeda dengan tujuan pasar modal diberbagai negara, pasar modal di Indonesia mempunyai jangkauan dan misi yang lebih luas. Jangkauan yang hendak dirangkul mencakup tiga aspek

---

<sup>5</sup>Muhammad Nafik HR., *Bursa Efek dan Investasi Syari'ah*, (Jakarta: Serambi, 2009), 146-147

<sup>6</sup>Nor Hadi, *Pasar Modal, Acuan Teoritis dan Praktis Investasi di Instrumen Keuangan Pasar Modal*, (Yogyakarta: GrahaIlmu, 2013), 4

<sup>7</sup>Nor Hadi, *Pasar Modal, Acuan Teoritis dan Praktis Investasi*.,10

mendasar. Tiga aspek mendasar yang ingin dicapai pasar modal Indonesia menurut Kamaruddin Ahmad yaitu:<sup>8</sup> (1) Mempercepat perluasan partisipasi masyarakat dalam kepemilikan saham-saham perusahaan. (2) Pemerataan pendapatan masyarakat melalui pemilikan saham perusahaan. (3).Penggairahan partisipasi masyarakat dalam pengarahannya dan perhimpunan dana untuk digunakan secara produktif. Selanjutnya dikemukakan oleh Kamaruddin Ahmad, fungsi dari keberadaan pasar modal syariah adalah sebagai berikut:<sup>9</sup> (1) Menyediakan mekanisme untuk alokasi sumber keuangan dalam ekonomi. (2) Menyediakan likuiditas dalam harga termurah di pasar, seperti transaksi dengan biaya terendah. (3) Menjamin transparansi harga sekuritas dengan menentukan harga dari risiko premi yang merefleksikan risiko dari sekuritas. (4) Menyediakan kesempatan untuk membangun diversifikasi portofolio dan untuk mengurangi tingkat risiko melalui diversifikasi lintas geografi dan lintas waktu.

Secara umum pasar modal merupakan pasar abstrak dan sekaligus pasar konkret dengan barang yang dijualbelikan adalah dana yang bersifat abstrak dan bentuk kongkritnya adalah lembar surat-surat berharga di bursa efek dalam rangka perluasan partisipasi masyarakat pemodal dan pemerataan pendapatan masyarakat yang digunakan secara produktif.

Berbagai hal yang menjadi pertimbangan Dewan Syariah Nasional (DSN) dalam penetapan pasar modal sebagai bagian dari sistem ekonomi Islam sesuai dengan fatwa DSN No. 40/DSN-

---

<sup>8</sup>Kamaruddin Ahmad, *Dasar-dasar manajemen Investasi dan Portofolio*, (Jakarta:Rineka Cipta, 2004), 20

<sup>9</sup>Kamaruddin Ahmad, *Dasar-dasar manajemen Investasi dan Portofolio*.,21

MUI/X/2003 adalah:(a) Perkembangan ekonomi suatu negara tidak lepas dari perkembangan pasar modal.(b) Pasar modal berdasarkan prinsip shari'ah telah dikembangkan di berbagai negara. (c) Umat Islam Indonesia memerlukan pasar modal yang aktivitasnya sejalan dengan prinsip syariah. (d) Oleh karena itu, untuk memenuhi kebutuhan tersebut, Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama' Indonesia (DSN-MUI) memandang perlu menetapkan fatwa tentang pasar modal dan pedoman umum penerapan prinsip syariah di bidang pasar modal.

Salah satu surat berharga yang diperjualbelikan di pasar modal adalah obligasi shari'ah (Sukuk) yang dalam praktik memiliki kemiripan dengan obligasi konvensional yang berbasis bunga, sehingga memerlukan perbaikan mekanismenya untuk menciptakan perbaikan permasalahan di masa datang dan perlu mendapatkan perhatian pemangku kepentingan industri keuangan shari'ah.<sup>10</sup>

Sukuk atau obligasi shari'ah ini merupakan salah satu bentuk konstruk transaksi terobosan baru dalam dunia keuangan Islam, meskipun istilah tersebut memiliki akar sejarah yang panjang, namun sukuk dinilai sebagai bentuk produk yang inovatif dalam pengembangan sistem keuangan shari'ah kontemporer. Sukuk sebagai konstruk transaksi dalam keuangan Islami telah menjadi faktor menstimulasi yang mengacu pada proses di mana kepemilikan aset yang mendasari dialihkan kepada banyak investor dalam bentuk instrumen yang dewasa ini disebut dengan istilah Sukuk (bentuk

---

<sup>10</sup>Ismail Nawawi, *Isu Nalar Ekonomi Islam; Kompilasi Pemikiran Filsafat dan Teori Menuju Praktik di Tengah Arus Ekonomi Global*, Buku 3, ( Sidoarjo: Dwiputra Pustaka Jaya, 2013.) 142

plural dari kata “ṣakk”, jamaknya “ṣukūk ” , yang berarti sertifikat atau sertifikat investasi 11 yang merupakan bukti (claim ) kepemilikan.<sup>12</sup>

Sukuk atau obligasi shari’ah diartikan surat berharga sebagai instrumen investasi yang diterbitkan berdasar suatu transaksi atau akad sharî’ah yang melandasinya (underlying transaction), yang dapat berupa ijarah (sewa), muḍarabah (bagi hasil), musharakah, salam, istiṣna dan yang lainnya.<sup>13</sup> Sukuk juga didefinisikan sebagai suatu dokumen sah yang menjadi bukti penyertaan modal atau bukti terhadap pemilikan suatu harta yang boleh dipindahmilikan dan bersifat jangka panjang. Penerbit sukuk wajib membayar pendapatan kepada investor berupa bagi hasil atau marjin atau fee selama .<sup>14</sup> Pemegang Sukuk menerima pendapatan yang dihasilkan oleh proyek dan/atau apresiasi modal dari aset yang ada.

Azas fundamental investasi sukuk dalam pandangan Islam telah dijelaskan dalam Al-Quran surah Al-Baqarah (2): 282 tentang perintah penulisan utang, Yaitu:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَيْتُمْ بِدَيْنٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ وَلْيَكْتُبَ بَيْنَكُمْ كَاتِبٌ بِالْعَدْلِ وَلَا يَأْبَ كَاتِبٌ أَنْ يَكْتُبَ كَمَا عَلَّمَهُ اللَّهُ

<sup>11</sup>Nazaruddin Abdul Wahid, *Sukuk; Memahami dan Membedah Obligasi Pada Perbankan Syari’ah*, (Jakarta: Ar-Ruzz Media, 2010), 92

<sup>12</sup>Tanti Haikal, *Panduan Cerdas dan Syar’i Investasi Syari’ah ;Dinar, Emas, Sukuk, Reksadana*, (Yogyakarta: Araska, 2011), 116

<sup>13</sup>Tanti Haikal, *Panduan Cerdas dan Syar’i Investasi Syari’ah*.,93

<sup>14</sup>Muhammad Nafik HR., *Bursa Efek dan Investasi Syari’ah*, (Jakarta: Serambi, 2009), 246

“Hai orang-orang yang beriman, apabila kamu bermu’amalah tidak secara tunai untuk waktu yang ditentukan, hendaklah kamu menuliskannya. dan hendaklah seorang penulis di antara kamu menuliskannya dengan benar. dan janganlah penulis enggan menuliskannya sebagaimana Allah mengajarkannya.” (Q.S. Al-Baqarah : 282)<sup>15</sup>

Maksud ayat di atas telah dibahas secara mendalam oleh pakar Fiqh Academy Jeddah dan telah melahirkan keputusan nomor 5 tahun 1988, dengan menetapkan: Pertama, bahwa sejumlah kumpulan asset dapat diwakili dalam suatu akte resmi atau bonds. Kedua, bahwa bonds atau akte resmi yang dimaksud dapat dijual pada harga pasar yang tersedia dan komposisi dari kumpulan asset ditunjukkan dengan sekuritas tersendiri yang mewakili bentuk asset riil dan hak finansialnya.<sup>16</sup>

Akte resmi dapat dimaksudkan sebagai dokumen sah (legal instrument) atas sebuah transaksi tidak tunai yang dalam konteks Indonesia dapat dianalogikan dengan obligasi *shari’ah* atau sukuk.

Perdagangan sukuk di pasar sekunder juga telah diatur dalam *Standard Shari’ah The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI). Salah satu hal yang perlu diperhatikan dalam perdagangan sukuk yaitu terkait dengan jenis akad sukuk. Dalam AAOIFI, sukuk dapat dikelompokkan menjadi dua, yaitu sukuk yang dapat diperdagangkan (*tradable*) dan sukuk yang

---

<sup>15</sup>Departemen Agama, *Al-Qur’an dan Terjemahnya*, 70.

<sup>16</sup>Monzer Kahf, *The use of Ijarah Bonds for Bridging the Budget Gap, Islamic Financial Instruments for Public Resource Mobilization*, (Jeddah: IDB 1997 ), 293.

tidak dapat diperdagangkan (*non tradable*). Sukuk yang dapat diperdagangkan adalah sukuk yang mewakili aset berwujud atau porsi kepemilikan dari usaha atau portofolio investasi tertentu. Sukuk yang berdasarkan akad *ijārah*, *muḍarabah*, *musharakah*, *muzara'ah*, *mushaqah*, *mugharasah* adalah contoh-contoh dari sukuk yang *tradable*. Sedangkan sukuk dengan akad *istiṣna'* dan *salam* adalah contoh dari sukuk yang *non-tradable*. Namun demikian, sukuk dengan akad *istiṣna'* dapat diperdagangkan atau dibeli kembali jika dana sukuk telah dikonversi dalam periode *istiṣna'* menjadi aset yang dimiliki oleh pemegang sukuk.

Perdebatan isu seputar sukuk bukan hanya terletak pada mekanisme transaksi yang mentransaksikan komoditas sebelum diterima obyeknya namun kesesuaian shari'ah dari sukuk juga masih menjadi perbincangan yang hangat di kalangan ekonom muslim. Bahkan, Muhammad Taqi Usmani seorang ahli fiqih dan pakar keuangan syari'ah kenamaan yang juga menjabat sebagai Ketua Dewan Shari'ah sebuah lembaga intrnasional terkemuka yang membuat aturan standar keuangan syari'ah dunia, mengatakan bahwa 85 % penerbitan sukuk dunia tidak sesuai dengan *shari'ah*.<sup>17</sup>

Kontrak ini masih memerlukan kajian lebih lanjut karena ulama salaf dalam kitab-kitab fiqh yang muktabar belum secara luas membahasnya. Selain itu, dilihat dari segi implementasi produknya, sebagaimana dipraktikkan di banyak Bursa Efek di dunia, cenderung menggunakan '*aqad bay' al-'inah* dan *bay' al-dayn* yang oleh sebagian

---

<sup>17</sup> Ismail Nawawi, *Isu Nalar Ekonomi Islam; Kompilasi Pemikiran Filsafat dan Teori Menuju Praktik di Tengah Arus Ekonomi Global*, Buku 3, ( Sidoarjo: Dwiputra Pustaka Jaya, 2013.), 1422

ulama dianggap sebagai perbuatan *gharar*.

Nampaknya implementasi sukuk di pasar modal memiliki kemiripan praktik dengan obligasi konvensional berbasis bunga, sehingga struktur sukuk-pun dipermasalahkan. Di mana struktur sukuk mendekati struktur *debt-based* daripada *equity based*. Struktur *debt-based* merupakan instrumen pasar modal berupa surat-surat berharga (obligasi) yang bersifat *bond* atau utang. Jika obligasi merupakan surat utang yang diperjualbelikan dengan perolehan keuntungan tertentu, praktik transaksi yang demikian, dapat dipersamakan dengan transaksi *bay' al-dayn* yang dilarang dalam Islam karena bermuatan riba. Mestinya sukuk bukan merupakan utang berbunga tetap, tetapi lebih merupakan penyertaan dana (investasi) yang didasarkan pada prinsip bagi hasil (*muḍarabah* dan *musharakah*) atau akad pertukaran lainnya seperti jual beli dan *ijārah*. Namun implementasi sukuk masih mengalami banyak kendala, terutama pada pola penetapan harga dan keuntungan secara *shar'ī* dalam transaksi sukuk yang sampai saat ini masih belum sepenuhnya terbebas dari sistem bunga.

Selain itu, terdapat *ḥadith* yang menyebutkan kata *ṣakāik* (*ṣukūk*), dihubungkan dengan pelarangan riba:

عن أبي هريرة رضي الله عنه أنه قال لمروان : أَحَلَّلتَ بَيْعَ الرِّبَا ؟ فقال :  
 ما فَعَلْتُ ؟ قال أبو هريرة : أَحَلَّلتَ بَيْعَ الصِّكَاكِ عَن بَيْعِ الطَّعَامِ حَتَّى

يُسْتَوَفَى



“Dari Abu Hurairah r.a.bahwasanya ia pernah berkata kepada Marwan : “Kamu telah menghalalkan riba”. Marwan membantah, “Aku tidak melakukannya”. Abu Hurairah berkatalagi, “ Kamu menghalalkan penjualan *ṣikāk* padahal Rasulullah SAW telah melarang penjualan makanan sampai diterima secara sempurna”<sup>18</sup>.

Berkenaan dengan pemahaman sukuk itu sendiri, Muhammad bin Mukarram bin Manẓur al-Afriqi<sup>19</sup> dalam kamus *Lisān al-‘Arab*, sebagaimana dikutip oleh Nazaruddin, telah menguraikan istilah *ṣakk* dengan menyebutkan suatu hadith riwayat Abu Hurairah r.a. yang berisikan peringatan Rasulullah terhadap pengambilan sukuk dari seorang penguasa (suatu instrumen uang yang ditulis) sebab hal ini dihubungkan dengan penjualan sesuatu yang tidak dimiliki. Namun, hal ini tidak membatasi penjualan sukuk yang mewakili suatu hak milik atau aset yang telah dimiliki. Demikian juga hadith riwayat Muslim dari Abu Hurairah mengenai sukuk (menjual makanan sebelum memilikinya) menyamakannya dengan riba yang dilarang oleh Rasulullah.<sup>20</sup>Artinya asset yang mewakili surat berharga atau sukuk memiliki kesamaan sebagaimana yang dimaksud dalam hadith tersebut

---

<sup>18</sup>Al-Imam Abul Husain Muslim bin al-Hajjaj bin Muslim bin Kausyaz al-Qusyairi an-Naisaburi, *ṣaḥīḥ Muslim*, (Beirut: Dār Iḥy al-Turath al-‘Arabi, 1978), 245

<sup>19</sup>Muhammad bin Mukarram bin Manẓur al-Afriqi, *Lisān al-‘Arab*, (Bairut: Dar al-Sadir, 1985), 173

<sup>20</sup>Nazaruddin Abdul Wahid, *Sukuk; Memahami & Membedah Obligasi Pada Perbankan Syari’ah.*, 99

Umumnya lembaga keuangan shari'ah di berbagai negara Timur Tengah mendasarkan produk sukuk pada ketetapan dan putusan dari fiqh Academy of Organization of Islamic Conference yang ditetapkan di Jeddah pada Februari 1988. Ketetapan ini berisikan sertifikat investasi Islam tentang kontrak sukuk pada konsep ijarah, murabahah, salam, istiṣna', musharakah dan muḍarabah.<sup>21</sup> Sedangkan di Indonesia didasarkan pada keputusan fatwa Dewan Syari'ah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) tentang kontrak sukuk pada konsep ijarah dan muḍarabah.

Nampak bahwa akad sukuk yang dipraktekkan di pasar modal berkaitan erat dengan sejumlah akad fiqh yang telah ada. Sehingga muncul pertanyaan bagaimanakah mekanisme kontrak sukuk dikaitkan dengan rumusan-rumusan dan syarat-syarat akad fiqh yang digariskan ulama terdahulu yang berakumulasi dengan berbagai produk bentuk pasar modal yang telah ada di pasar modal, sementara dipahami bahwa instrumen pasar modal yang ada pada umumnya mendasarkan aktivitasnya pada instrumen berbasis bunga. Bagaimanakah keterlibatan kelembagaan pasar modal dalam penerbitan sukuk di Pasar Modal Bursa Efek Indonesia sehingga menimbulkan hak-hak dan kewajiban players dari kontrak sukuk, sehingga produk sukuk diterima sesuai dengan mekanisme pasar modal yang telah berkembang luas selama ini?

Berdasarkan pemahaman di atas, bisakah suatu akad yang baru lahir seperti sukuk ini perlu diletakkan di bawah kategori jenis-jenis

---

<sup>21</sup>Nathif J. Adam and Abdulkader Thomas, *Islamic Bonds: Your Guide to Structuring, Issuing and Investing in Sukuk*, (London: Euromoney Books, 2004), 4

akad yang telah disebutkan oleh kebanyakan ulama terdahulu, atau hal demikian tidak perlu bahkan cukup dengan menilainya berdasarkan kaidah-kaidah umum akad mu'āmalāh? Sementara kebanyakan peneliti dalam bidang fiqh selama ini telah terperangkap dengan pakem yang dibuat pada zaman terdahulu terhadap aktivitas yang dilakukan sekarang ini yang berbeda dari berbagai aspek. Padahal persoalan mu'āmalah dibolehkan selama tidak ada dalil yang mencegahnya.<sup>22</sup>

Saat ini pasar sukuk di Indonesia (Bursa Efek Indonesia ) tidak hanya mencakup sukuk yang diterbitkan oleh korporasi, namun juga diterbitkan oleh negara. Sukuk yang diterbitkan oleh negara secara garis besar terdiri atas sukuk yang diperjualbelikan dalam nominal besar dan sukuk yang diterbitkan dengan nominal kecil (sukuk ritel). Seiring dengan semakin seringnya pemerintah menerbitkan sukuk negara baik nominal besar ataupun ritel, hal ini cukup berdampak positif pada peningkatan frekuensi dan volume perdagangan sukuk negara di pasar sekunder. Namun peneliti hanya akan memfokuskan kajian pada sukuk korporasi.

Sukuk sebagai Efek Bersifat Utang yang diperdagangkan di BEI adalah Efek Bersifat Utang tanpa warkat yang tercatat di Bursa. Berdasarkan Peraturan Bursa Efek Indonesia (BEI) Nomor II.F23 tentang Ketentuan Umum Perdagangan Efek Bersifat Utang Di Bursa

---

<sup>22</sup>Ibnu Qayyim Al-Jauziyah, *hashiyah Ibnu al-Qayyim*, (Beirut: Dār al-Kutūb al-‘ilmiyyah, 1995), 135. Periksa juga Mahmoud El-Gamal, “An Attempt to Understand the Economic Wisdom ( Hikmah) in The Prohibition of Riba.”, dalam [www.ajif.org.com/2006/07/10](http://www.ajif.org.com/2006/07/10) ( 22 Mei 2013)

<sup>23</sup> Lampiran 1

dan Peraturan BEI Nomor II.F.124 tentang Tata Cara Perdagangan Efek Bersifat Utang, transaksi bursa untuk surat utang dapat dilakukan melalui pasar reguler atau pasar negosiasi.

Pada pasar reguler, transaksi surat utang dilakukan antara Anggota Bursa (AB) melalui proses tawar menawar yang dilakukan secara lelang berkesinambungan (continuous auction) berdasarkan prioritas harga dan waktu (price and time priority). Tawar menawar disampaikan melalui Fixed Income Trading System (FITS), yaitu sarana perdagangan Efek Bersifat Utang dengan menggunakan sarana komputer melalui Bursa. Penawaran yang telah dimasukkan ke dalam FITS akan diproses dengan memperhatikan prioritas harga (price priority), yaitu penawaran beli pada harga yang lebih tinggi memiliki prioritas terhadap penawaran beli pada harga yang lebih rendah, sedangkan penawaran jual pada harga yang lebih rendah memiliki prioritas terhadap penawaran jual pada harga yang lebih tinggi. Dalam hal penawaran diajukan pada harga yang sama, FITS memberikan prioritas kepada penawaran beli atau jual yang diajukan terlebih dahulu (time priority). Sebelum penjumlahan terjadi (matching), Anggota Bursa (AB) dapat mengubah (amend) atau membatalkan (withdraw) penawaran yang telah dimasukkan melalui FITS. Sedangkan dalam pasar negosiasi, transaksi Efek Bersifat Utang terjadi berdasarkan kesepakatan yang dilakukan oleh dua AB atau satu AB untuk memenuhi kepentingan nasabah yang berbeda dan/atau untuk memenuhi kepentingan sendiri (portofolio) AB yang bersangkutan. Transaksi Bursa mulai mengikat pada saat Anggota Beli mengkonfirmasi melalui FITS hasil kesepakatan antara

---

<sup>24</sup> Lampiran 2

Anggota Jual dan Anggota Beli yang telah dimasukkan oleh Anggota Jual ke FITS. Dalam hal AB melakukan transaksi untuk kepentingan nasabah yang berbeda maupun untuk kepentingan sendiri (portofolio), transaksi tersebut mulai mengikat pada saat AB memasukkan kesepakatan tersebut melalui FITS25

Model transaksi lelang berkesinambungan tersebut, rentan terhadap praktik spekulasi yang dapat dilakukan oleh para broker/trader atau pialang dalam mentransaksikan sukuk di pasar sekunder. Sementara itu, dalam investasi bisnis Islam praktik spekulasi merupakan praktek bisnis yang harus ditinggalkan.

Implementasi investasi sukuk Bursa Efek Indonesia (BEI) Jakarta secara sistem sama dengan obligasi konvensional meskipun akad yang mendasari diterbitkannya sukuk dengan obligasi sangat berbeda. Pada Obligasi konvensional akad yang mendasari adalah kontrak hutang sehingga obligasi disebut sebagai “surat pengakuan hutang atau bonds” sedangkan pada sukuk akad yang mendasari diterbitkannya sukuk adalah kontrak *ijārah* dan *muḍarabah*, tergantung dari bentuk sukuknya. Namun dalam implementasinya baik sukuk maupun obligasi termasuk dalam efek yang sama yaitu efek bersifat hutang.

Berdasarkan peraturan Bapepam & LK No IX.A.1426 tentang akad-akad yang digunakan dalam penerbitan Efek Shari’ah di Pasar Modal, adalah akad *muḍarabah* (*qirāḍ*) untuk instrumen sukuk

---

<sup>25</sup>BAPEPAM-LK, *Kajian Pasar Sekunder Sukuk*, (Jakarta: BAPEPAM-LK, 2012), 4

<sup>26</sup>Lampiran 3, *Peraturan Bapepam-LK No. IX.A.14 tentang Akad-Akad yang digunakan dalam Penerbitan Efek Shari’ah di Pasar Modal*

muḍarabah dan akad ijārah untuk sukuk ijārah. Namun dalam implementasinya sukuk diperdagangkan sebagai Efek Bersifat Utang.

Klasifikasi sukuk ke dalam efek bersifat hutang atau bonds membawa konsekuensi hukum tersendiri, karena akan kontradiktif dengan aturan shari'ah yang melarang mengambil keuntungan dalam kontrak hutang piutang dan termasuk perbuatan yang *zālim*, sebagaimana dinyatakan dalam al-qur'ān surat al-Baqarah: 279

فَإِنْ لَمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ ۗ وَإِنْ تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُءُوسُ  
أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ

“Maka jika kamu tidak mengerjakan (meninggalkan sisa riba), maka ketahuilah, bahwa Allah dan Rasul-Nya akan memerangimu. Dan jika kamu bertaubat (dari pengambilan riba), maka bagimu pokok hartamu; kamu tidak menganiaya dan tidak (pula) dianiaya.” QS. Al-Baqarah:279)<sup>27</sup>

Rasûlullāh juga telah melarang menjual tanggungan dengan tanggungan sebagaimana hadīth berikut:

أَنَّ النَّبِيَّ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ نَهَى عَنْ بَيْعِ الْكَالِيِّ بِالْكَالِيِّ

“Bahwasannya Nabi SAW melarang menjual tanggungan

<sup>27</sup> Departemen Agama RI, *al-Qur'ān dan Terjemahnya*, 70

dengan tanggungan”<sup>28</sup>

Para ulama juga sepakat bahwa setiap utang yang mengambil manfaat adalah terlarang, apabila hal itu dipersyaratkan. Hal ini sesuai dengan kaidah :

كُلُّ قَرْضٍ جَرَّ نَفْعًا فَهُوَ رِبَا

“Semua utang yang menarik manfaat, maka ia termasuk riba”<sup>29</sup>

Demikian pula valuasi harga wajar sukuk, penetapan keuntungan maupun fee pada sukuk mengacu pada bunga yang berlaku di pasar (market rate) yang pada umumnya bunga efek bersifat utang yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia berpedoman pada bunga berstandar LIBOR (London Interbank Offered Rate), SIBOR (Singapore Interbank Offered Rate) dan JIBOR (Jakarta Interbank Offered Rate). Realitas ini menunjukkan bahwa sukuk memiliki kesamaan dengan obligasi konvensional.

Dalam praktiknya, pengelolaan bisnis emiten belum 100 persen shari’ah. Akan sulit menerapkan pasar modal yang benar-benar shari’ah. Selain itu, kesiapan otoritas juga belum maksimal, sama halnya dengan perbankan shari’ah. Menjamurnya bisnis shari’ah, baik perbankan atau pasar modal akibat penilaian salah banyak pihak yang

<sup>28</sup> Abu al-Ḥasan ‘Ali ibnu Aḥmad ibnu Mahdi ibnu Mas’ud ibnu an-Nu’man ibnu Dinar ibnu ‘Abdullah al-Baghdadi, *Sunan ad-Dāruqūṭni*, Jilid III, (Kairo: Darul Maḥasin liṭ-Ṭiba’ah al-Fanniyyah, 1386 H), 71

<sup>29</sup> Kaidah ini menurut Sayyid Sabiq adalah kaidah yang shahih, meskipun tidak ada hadis yang kuat sebagai dasarnya. Hadis yang ada berkaitan dengan masalah ini adalah Hadis dari Ali yang sanadnya gugur. Lihat Sayyid Sabiq, *Fiqh as-Sunnah*, Juz III, (Beirut: Dar al-Fikr, 1981), 184

beranggapan shari'ah merupakan sesuatu yang baik, sementara non shari'ah adalah tidak baik. "Seperti dalam perbankan shari'ah, yang benar-benar shari'ah hanya bank muamalat. Yang lainnya adalah perbankan konvensional yang menggadang nama shari'ah dan istilah-istilah shari'ah dalam menjalankan bisnis perbankannya.

Beberapa variabel yang masih menjadi hambatan dalam pasar modal shari'ah adalah kualitas dan kemampuan SDM dalam menerapkan dan memahami prinsip pasar modal shari'ah. Kemudian sistem yang harus terintegrasi, karena sistem yang ada saat ini masih berbasis bunga. "Sedangkan untuk bagi hasil belum ada, ini perlu disiapkan. Pelaku pasar juga banyak yang belum paham mengenai pasar modal shari'ah,"

Perilaku pelaku pasar, termasuk investor yang lebih mengutamakan keuntungan maksimal, seharusnya bisa diminimalisir dalam pasar modal shari'ah. Pasalnya, berinvestasi di pasar modal merupakan investasi dalam jangka waktu panjang. Regulasi berkaitan dengan ini masih terjadi tarik ulur, belum ada kepastian tegas mengenai pasar modal shari'ah. Kondisi ini, sangat berbeda dengan pasar modal shari'ah Malaysia. Kualitas SDM di sana jauh lebih siap dibandingkan Indonesia.

Pasar modal shari'ah memiliki prospek cukup bagus, jika dikembangkan dan disosialisasikan dengan baik oleh otoritas. Karena, pasar modal shari'ah sebenarnya memiliki nilai yang dapat menarik minat para investor retail. Adanya pasar modal shari'ah dapat memotivasi dan memikat investor, terutama retail. Namun hingga saat ini, belum terdapat sukuk korporasi retail yang diperdagangkan di



Bursa Efek Indonesia. Masih diperlukan langkah strategis dalam mengembangkan produk-produk Pasar Modal Shari'ah yang dapat menyasar investor retail dengan kekuatan modal yang tidak terlalu besar.<sup>30</sup>

---

<sup>30</sup> Tim Kajian Pengembangan Produk Syari'ah Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, *Pengembangan Produk di Pasar Modal*, (Jakarta: BAPEPAM-LK, 2009), i

## **BAB II**

### **KAJIAN BISNIS INVESTASI DAN PASAR MODAL**

#### **A. Investasi Pembiayaan Sebagai Konstruksi Bisnis**

Membahas investasi pembiayaan sebagai konstruksi bisnis, untuk pemahaman awal dikemukakan konstruksi bisnis secara konseptual dan teoritik, kemudian dikemukakan investasi pembiayaan, dengan uraian pembahasan di bawah ini.

##### **1. Investasi Pembiayaan dalam bisnis**

Investasi adalah suatu istilah dengan beberapa pengertian yang berhubungan dengan keuangan dan ekonomi. Istilah tersebut berkaitan dengan akumulasi suatu bentuk aktiva dengan suatu harapan mendapatkan keuntungan di masa depan. Terkadang, investasi disebut juga sebagai penanaman modal. Berdasarkan teori ekonomi, investasi berarti pembelian (dan produksi) dari modal barang yang tidak dikonsumsi tetapi digunakan untuk produksi yang akan datang (barang produksi)<sup>31</sup>.

Suatu pertambahan pada pendapatan akan mendorong

---

<sup>31</sup> Ismail Nawawi, *Isu Nalar Ekonomi Islam; Kompilasi Pemikiran Filsafat dan Teori Menuju Praktik di Tengah Arus Ekonomi Global*, Buku III, (Sidoarjo: Dwiputra Pustaka Jaya, 2013), 1263

investasi yang lebih besar, tingkat pendapatan atau bagi hasil yang lebih tinggi akan meningkatkan minat untuk investasi, walaupun ada sebagian korporasi memilih untuk menggunakan dananya sendiri untuk investasi. Tingkat pendapatan menunjukkan suatu keuntungan dari investasi dana tersebut baik melalui pembiayaan untuk mendapatkan nisbah atau menanamkan modal untuk mendapatkan bagi hasil

Beberapa produk investasi dikenal sebagai efek atau surat berharga. Efek adalah suatu instrumen bentuk kepemilikan yang dapat dipindahtangankan dalam bentuk surat berharga, saham/obligasi, bukti hutang (promissory notes), atau partisipasi dalam suatu perjanjian kolektif (reksadana), hak untuk membeli suatu saham (rights), garansi untuk membeli saham pada masa mendatang atau instrumen yang dapat diperjualbelikan<sup>32</sup>.

Investor yang berinvestasi pada produk keuangan syariah tidak akan mendapat keuntungan berupa bunga, melainkan persentase bagi hasil (nisbah) dari keuntungan yang diperoleh Lembaga Keuangan Syariah dari pengelolaan dana investor. Namun dengan sistem bagi hasil, meski nisbah disepakati sejak awal, investor dan Lembaga Keuangan Syariah (LKS) tidak bisa mengetahui hasil pasti yang akan diterima kedua belah pihak, sebelum keuntungan hasil usaha itu diketahui di akhir periode yang telah ditentukan. Tidak seperti sistem bunga, di mana investor

---

<sup>32</sup> Nurul Huda dan Mustafa Edwin Nasution, *Investasi Pada Pasar Modal Syariah*, (Jakarta: Kencana Prenada Group, 2007), 17

mengetahui hasil yang akan diperoleh sejak awal berupa persentase bunga dari uang yang ia investasikan berapapun keuntungan atau kerugian dari usaha yang dilakukan bank.

Namun dengan sistem bagi hasil, investor dan LKS berbagi keuntungan secara lebih adil, keuntungan yang diperoleh investor bisa jadi lebih besar dibanding dengan sistem bunga. Bagaimana kalau usaha yang dilakukan bank syariah mengalami kerugian? “Secara teoritis, nasabah juga menanggung kerugian. Namun tentu saja pihak Lembaga Keuangan Syariah (LKS) akan berusaha keras untuk menghasilkan keuntungan agar dana investor yang dikelolanya tidak mengalami kerugian.

## **2. Konstruk Bisnis Investasi**

Konstruk merupakan suatu bayangan atau pemikiran yang secara khusus diciptakan bagi suatu penelitian dan/atau untuk tujuan membangun teori. Konstruk dibangun dengan mengkombinasikan konsep sederhana, khususnya bilamana pemikiran atau bayangan yang ingin dikomunikasikan tidak secara langsung dapat diamati. Konstruk adalah sesuatu yang paling sulit diamati dan paling rumit untuk diukur. Ia cenderung terdiri dari banyak konsep dan sangat abstrak. Para peneliti kadang-kadang merujuk kesatuan-kesatuan ini sebagai konstruk hipotesis karena hanya dapat disimpulkan melalui

data, maka dianggap ada, tetapi perlu diuji lebih lanjut.<sup>33</sup>

Konstruk adalah sebuah bangunan konsep yang kompleks. Setiap penelitian memiliki suatu konstruk yang perlu dipastikan validitasnya (validitas konstruk). Validitas adalah tingkat kemampuan instrumen penelitian untuk mengungkapkan data sesuai dengan masalah yang hendak diungkapkan. Dengan kata lain, validitas menunjukkan sejauh mana suatu alat ukur itu mengukur apa yang ingin diukur. Sebuah alat ukur dikatakan valid bila dapat digunakan untuk mengukur apa yang diinginkan<sup>34</sup> Tinggi rendahnya validitas alat ukur menunjukkan sejauh mana data yang terkumpul tidak menyimpang dari gambaran tentang variabel yang dimaksud.

Pada akhirnya, jika peneliti membuktikan bahwa konsep-konsep dan konstruk-konstruk dalam contoh *ini saling berkaitan dan jika proposisi-proposisi yang merinci hubungan-hubungan ini dapat didukung, maka peneliti telah mempunyai awal dari suatu skema konseptual untuk menggambarkan hubungan antara pengetahuan dan persyaratan keterampilan yang akan menjelaskan upaya desain ulang pekerjaan.*

Sedangkan teori (*theory*) adalah kumpulan dari konsep, definisi, dan proposisi-proposisi yang sistematis yang digunakan untuk menjelaskan dan memprediksi fenomena

---

<sup>33</sup> Ismail Nawawi, *Metoda Penelitian Kuantitatif, Paradigma Positivistik Untuk Ekonomi Islam Vs Sekuler*, VIV Press, Jakarta, 2012), 73

<sup>34</sup> Masri Singarimbun dan Sofian Effendi, *Metode Penelitian Survey* ( Jakarta: Pustaka LP3ES, 2013), 26

atau fakta. Menurut Kinney Jr<sup>35</sup>, teori menyediakan penjelasan tentatif tentang hubungan antara fakta-fakta secara umum. *Teori digunakan untuk menyusun konsep-konsep dan fakta-fakta ke dalam suatu pola yang koheren atau logis dan untuk memprediksikan hasil penelitian yang akan datang. Kedua fungsi ini sering pula disebut fungsi deskripsi eksplanasi, walaupun sebagian ahli lebih menyukai istilah fungsi organisasi dan prediksi.*

Bisnis secara umum merupakan kegiatan dalam masyarakat berkaitan dengan industri. Dalam aktivitas bisnis berusaha menggunakan sumber daya manusia, material dan waktu, mengelola risiko; pihak yang menjalankan kegiatan bisnis disebut wirusaha (*entrepreneur*). Untuk menjalankan kegiatan bisnis, *entrepreneur* harus mampu mengombinasikan berbagai macam sumber daya di antaranya, yaitu human, material, finansial, teknologi dan informasi dengan sasaran produksi, distribusi dan konsumsi.

Peristilahan bisnis dari bahasa Inggris *business* yang berarti usaha, dagang dan bekerja. Dalam kamus ekonomi bisnis (*business*) adalah suatu kegiatan yang bersifat mencari keuntungan, suatu kegiatan komersial atau kegiatan yang menggunakan modal tertentu untuk memperoleh laba. Sedangkan bisnis secara konseptual dalam berbagai literature, beberapa penulis menyebutkan antara lain menurut Boone dan

---

<sup>35</sup> William R. Kinney, Jr., *Commentary on The Relation of Accounting Research to Teaching and Practice: A 'Positive View*, (New York: Accounting Horizons ,1989), 119-124.

Kurtz<sup>36</sup> bisnis merupakan aktivitas yang bertujuan mencari laba, perusahaan yang menghasilkan barang dan jasa yang dibutuhkan oleh sebuah sistem ekonomi. Sebagian bisnis menghasilkan barang-barang berwujud, seperti mobil, sereal untuk makan pagi, dan chip-chip komputer. Sebagian lainnya memproduksi jasa asuransi, konser musik, penyewaan mobil, dan penginapan.

Bisnis menurut Straub dan Attner<sup>37</sup> merupakan suatu organisasi yang menjalankan aktivitas produksi dan penjualan barang-barang dan jasa-jasa yang sering diinginkan oleh konsumen untuk memperolehnya. Barang yang dimaksud adalah suatu produk yang secara fisik memiliki wujud (dapat dilihat dengan indra), sedangkan jasa adalah aktivitas-aktivitas yang memberi manfaat kepada konsumen atau pembisnis.<sup>38</sup>

Bisnis diartikan juga sebagai usaha perdagangan yang dilakukan oleh sekelompok orang yang terorganisasi untuk mendapatkan laba dengan memproduksi dan menjual barang atau jasa untuk memenuhi konsumen. Pendapat lain mengatakan, bisnis adalah suatu aktivitas yang mengarahkan pada peningkatan nilai tambah melalui proses penyerahan jasa, perdagangan atau pengolahan barang (produksi). Ada

---

<sup>36</sup> Louis E. Boone and David L Kurtz, *Contemporary Business*, 15th Edition, (Orlando Florida: The Dryden Press, 2012), 262

<sup>37</sup> J.T. Straub dan R.F. Attner, *Introduction to Bussiness*, (California: Wadsworth Publishing, 1994), 15

<sup>38</sup> Muhammad dan R.Lukman Faurani, *Visi Al-Qur 'an Tentang Etika dan Bisnis*, (Jakarta: Salemba Diniyah, 2002), .15

juga yang berpendapat, bahwa bisnis memiliki makna yang sangat luas yakni setiap usaha manusia yang berpeluang mendapatkan keuntungan dari usaha yang dilakukannya itu.<sup>39</sup>

Dari semua definisi tersebut dapat disimpulkan bahwa suatu organisasi atau pelaku bisnis akan melakukan aktivitas bisnis dalam tiga bentuk:

- a. Memproduksi dan atau mendistribusikan barang dan/atau jasa. Barang adalah suatu produk yang berwujud secara fisik. Jasa merupakan konstruk aktivitas-aktivitas yang dinilai dapat memberi manfaat bagi konsumen atau bisnis lainnya dalam mencari profit.
- b. Distribusi hasil produksi agar dapat dimanfaatkan oleh konsumen.
- c. Memenuhi kebutuhan konsumen sesuai dengan tuntutan dan harapannya<sup>40</sup>

Di sisi lain Skinner<sup>41</sup> mengemukakan konstruk aktivitas bisnis dalam proses ekonomi terdiri atas produksi, distribusi dan konsumsi, oleh karena aktivitas bisnis dititik beratkan pada produksi dan distribusi, sedangkan konsumsi dilakukan oleh konsumen bagi *businessman*. Dengan demikian, dapat

---

<sup>39</sup> Mas'ud Machfoedz dan Mahmud Machfoedz, *Kewirausahaan Suatu Pendekatan Kontemporer*, (Yogyakarta: Akademik Manajemen Perusahaan, 2004), 9

<sup>40</sup> Steven J. Skinner and Jhon Ivancevich, *Business for The 21 Century*, (California: Home Word, 1992), 271



dikemukakan arti dari bisnis yang masing-masing menunjukkan hubungannya dengan ekonomi, sebagai berikut, yaitu:

- a. Bisnis adalah kegiatan untuk menghasilkan dan mendistribusikan barang-barang dan jasa-jasa untuk kepentingan bersama atau masyarakat baik untuk kepentingann produsen dan konsumen atau penjual dan pembeli.
- b. Bisnis merupakan aktivitas untuk mendapatkan gambaran perihal laba yang dicapai oleh seorang pengusaha dalam aktivitas ekonomi.
- c. Laba merupakan selisih antara penghasilan terhadap biaya-biaya yang dibebankan dalam proses ekonomi (produksi dan distribusi).

Pendapat lain dikemukakan oleh Ismail Nawawi<sup>42</sup> konstruk bisnis sharî'ah dengan determinan sebagai berikut:, yaitu:

- a. Transaksi bisnis. Dalam transkasi bisnis berkaitan dengan aktor transaksional, obyek tranksaksional, subtansi traksaksional, kepastian hukum, administratif dan Ijab qabul.
- b. Kelembagaan. Berkaitan dengan pengaturan kotraktual dan pembagian kerja dalam bisnis (*the rules of the game*).

---

<sup>42</sup> Ismail Nawawi, *Islam dan Bisni; Pendekatan Ekonomi dan Manajemen Doktrin, Teori dan Praktik*, (Sidoarjo: VIVPress, 2011), 97

- c. Norma *Shari'ah*, tata nilai yang bebas *ribā*, *gharar*, *maysir*, *ḥarām* dan *shubḥat*.
- d. Etika bisnis, berkaitan kebebasan dalam bisnis, keseimbangan, manfaat dan maslahat, keadilan dan kerelaan
- e. Kompetitif secara dinamis dan sesuai dengan tuntutan pasar.

Dalam bisnis pada korporasi terdapat empat aktitas sosial yang perlu diperhatikan sebagai inti pelaku bisnis, yaitu pemilik, manajer, konsumen dan pekerja<sup>43</sup>.

- a. Pemilik bisnis merupakan orang yang menanamkan uangnya dalam bisnis tertentu dengan mengharapkan mendapatkan pendapatan dalam bentuk keuntungan dari usaha tersebut.
- b. Manajer adalah orang yang menjalankan bisnis tersebut dan bertanggungjawab terhadap pemilik modal bisnis atau perusahaan. Manajer yang dicari oleh pemilik modal ialah manajer yang profesional yang mampu berdaya saing atau kompetitif untuk menghasilkan keuntungan, menumbuh kembangkan perusahaan, mempertahankan hidup perusahaan yang memiliki tanggung jawab.
- c. Pemilik bisnis yang merangkap sebagai manajer disebut dengan wirausaha (*intreprenuer*) merupakan orang yang mampu memanfaatkan peluang bisnis, memperhitungkan berbagai resiko dengan

---

<sup>43</sup> Ibid.,98

mengorganisir dan mengelola bisnis serta menerima pendapatan dengan bentuk uang atau bentuk lainnya.

- d. Perhatian pembisnis (*intreprenuer*) terhadap konsumen dewasa ini, makin besar disebabkan persaingan dalam bisnis semakin ketat dan adanya anggapan bahwa konsumen adalah segala-galanya atau disebut dengan raja dan harus dilayani dengan sebaik-baiknya.
- e. Perhatian pebisnis (*intreprenuer*) terhadap pekerja merupakan tanggung jawab sosial dari bisnis perusahaan, di mana pekerja sebagai asset yang tidak dapat digantikan dan harus diberdayakan sehingga menjadi sumber daya yang potensial dan produktif. Keberhasilan bisnis banyak ditentukan oleh aktivitas manusia sebagai sumber daya yang professional dan berdaya saing kompetitif dalam mempertahankan bisnis dalam mencapai tujuan yang diharapkan usahawan (*interprenuership*).

Tujuan dan sasaran bisnis menurut Skinner<sup>44</sup> adalah: a. Mencari keuntungan.<sup>45</sup> b. Mempertahankan hidup perusahaan. c. Menumbuh-kembangkan perusahaan. d. Tanggung jawab sosial.. Keempat hal tersebut, selalu terkait di mana keuntungan perusahaan digunakan untuk mempertahankan hidup perusahaan dan menumbuhkembangkan serta

---

<sup>44</sup>Steven J. Skinner and Jhon Ivanceviech, *Business for The 21 Century*, (California: Home Word, 1992), 71

<sup>45</sup> Dalam bisnis, keuntuntangan merupakan selisih antara pendapatan dengan biaya yang telah dikeluarkan

merupakan tanggung jawab sosial dalam bentuk memberikan lapangan pekerjaan.

Sebagai aktifitas sosial, bisnis tidak lepas dari tiga sudut pandang yang berbeda, yaitu; sudut pandang ekonomi, hukum dan etika. Dari ketiga sudut pandang tersebut kita bisa mengukur bisnis yang baik dengan tolok ukur masing-masing. Secara ekonomis, bisnis adalah baik, kalau menghasilkan laba. Secara hukum, bisnis adalah baik, jika diperbolehkan oleh sistem hukum. Untuk menentukan baik tidaknya bisnis dari sudut pandang moral relatif lebih sulit, setidaknya ada tiga macam tolok ukur: hati nurani, kaidah emas dan penilaian masyarakat umum.

Dari uraian tersebut teori konstruksi bisnis dapat dimappingkan pada tabel 2.1 berikut ini :

Tabel 2.1 Mapping Teori Komstruksi Bisnis Ivestasi

No	Teori	Variabel	Indikator
1.	Ismail Nawawi (2011) Kontruks Bisnis	1. Transaksi bisnis 2. Kelembagaan. 3. Norma Syariah, 4. Etika bisnis 5. Kompetitif bisnis	1. Dalam transkasi bisnis berkaiatan dengan aktor transaksional, obyek tranksaksional, subtansi traksaksional, kepastian hukum, administratif dan Ijab qobul. 2. Berkaitan dengan pengaturan kotraktual dan pembagian kerja dalam dalam bisnis ( <i>the</i>

			<p><i>rules of the game</i>).</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>3. Berkaitan dengan tata nilai yang bebas riba, gharar, maisir, haram dan subhat.</li> <li>4. Berkaitan kebebasan dalam bisnis, keseimbangan, manfaat dan naslahan, keadilan dan kerelaan</li> <li>5. Kompetitif secara dinamis dan sesuai dengan tuntutan pasar</li> </ol>
2.	Skinner (1992)  Teori Bisnis	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Memproduksi barang dan jasa.</li> <li>2. Distribusi hasil produksi.</li> <li>3. Memenuhi kebutuhan konsumen</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Komoditas atau jasa</li> <li>2. Segmentasi dan peluang</li> <li>3. Sesuai dengan Kebutuhan, selera dan tingkat kemampuan konsumen</li> </ol>
3.	Straub dan Attner (2000)  Teori Bisnis	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Organisasi bisnis</li> <li>2. Produksi</li> <li>3. Penjualan</li> <li>4. penjualan</li> </ol>	<p>Straub dan Attner tidak menjelaskan masing-masing indikator tapi dengan penjelasan di bawah ini. Bisnis merupakan merupakan suatu organisasi yang menjalankan aktivitas produksi dan penjualan barang-barang dan jasa-jasa yang sering diinginkan oleh konsumen untuk memperolehnya. Barang yang dimaksud adalah</p>

			suatu produk yang secara fisik memiliki wujud (dapat dilihat dengan indra), sedangkan jasa adalah aktivitas-aktivitas yang memberi manfaat kepada konsumen atau pebisnis.
--	--	--	---

## **B. Pasar Modal dan Bursa Efek Sharī'ah**

Pasar Modal Sharī'ah adalah kegiatan yang berkaitan dengan penawaran Umum dan perdagangan efek. perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek yang dijalankan berdasarkan prinsip sharī'ah. Untuk selanjutnya dijelaskan di bawah ini.

### **1. Pasar Modal Sharī'ah**

Konsep pasar modal secara umum adalah suatu sistem keuangan yang terorganisasi, termasuk di dalamnya adalah bank-bank komersial dan semua lembaga perantara dibidang keuangan, serta keseluruhan surat-surat berharga yang beredar. Dalam arti sempit, pasar modal adalah suatu pasar (tempat, berupa gedung) yang disiapkan guna memperdagangkan saham-saham, obligasi-obligasi, dan jenis surat berharga lainnya dengan memakai jasa para perantara

pedagang efek<sup>46</sup>

Dilihat dari pengertian akan pasar modal diatas, maka jelaslah bahwa pasar modal juga merupakan salah satu cara bagi korporasi bisnis dalam mencari dana dengan menjual hak kepemilikan perusahaan kepada masyarakat. Pasar Modal menyediakan berbagai alternatif bagi para investor selain alternatif investasi lainnya, seperti: menabung di bank, membeli emas, asuransi, tanah dan bangunan, dan sebagainya. Pasar Modal bertindak sebagai penghubung antara para investor dengan koprporasi atau perusahaan ataupun institusi pemerintah melalui perdagangan instrumen melalui jangka panjang seperti obligasi, saham, dan lainnya. Berlangsungnya fungsi pasar modal menurut Bruce Lloyd,<sup>47</sup> adalah meningkatkan dan menghubungkan aliran dana jangka panjang dengan "kriteria pasarnya" secara efisien yang akan menunjang pertumbuhan riil ekonomi secara keseluruhan.

Menurut Husnan<sup>48</sup> Pasar Modal adalah pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjual-belikan, baik dalam bentuk hutang maupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities*, maupun perusahaan swasta. Pada umumnya surat-surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal dapat

---

<sup>46</sup> Nor Hadi, *Pasar Modal; Acuan Teoritis dan Praktis Investasi di Instrumen Keuangan Pasar Modal*, (Yogyakarta:Graha Ilmu, 2013), 10

<sup>47</sup> Bruce Lloyd, *The Role of Capital Market in Developing Countries*. (Spring: The Moorgate and Wall Street, 1976), 46

<sup>48</sup> Suad Husnan, *Dasar-Dasar Teori Portofolio Dan Analisis Sekuritas*, Edisi ke Lima Yogyakarta: BPF, 2005), 13

dibedakan menjadi surat berharga bersifat hutang dan surat berharga yang bersifat kepemilikan. Surat berharga yang bersifat hutang umumnya dikenal nama obligasi dan surat berharga yang bersifat kepemilikan dikenal dengan nama saham. Lebih jauh dapat juga didefinisikan bahwa obligasi adalah bukti pengakuan hutang dari perusahaan, sedangkan saham adalah bukti penyertaan dari perusahaan.

Pelaku utama yang terlibat di pasar modal dan lembaga penunjang yang terlibat langsung dalam proses transaksi antara pemain utama menurut Kasmir<sup>49</sup> adalah sebagai berikut:

- a. Emiten. Perusahaan yang akan melakukan penjualan surat-surat berharga atau melakukan emisi di bursa (disebut emiten). Dalam melakukan emisi, para emiten memiliki berbagai tujuan dan hal ini biasanya sudah tertuang dalam rapat umum pemegang saham (RUPS), antara lain: 1) Perluasan usaha, modal yang diperoleh dari para investor akan digunakan untuk meluaskan bidang usaha, perluasan pasar atau kapasitas produksi, 2) Memperbaiki struktur modal, menyeimbangkan antara modal sendiri dengan modal asing, 3) Mengadakan pengalihan pemegang

---

<sup>49</sup> Kasmir, *Bank dan lembaga keuangan lainnya* (Jakarta; PT RajaGrafindo Persada, 2001),183-189



saham. Pengalihan dari pemegang saham lama kepada pemegang saham baru.

- b. Investor. Pemodal yang akan membeli atau menanamkan modalnya di perusahaan yang melakukan emisi (disebut investor). Sebelum membeli surat berharga yang ditawarkan, investor biasanya melakukan penelitian dan analisis tertentu. Penelitian ini mencakup bonafiditas perusahaan, prospek usaha emiten dan analisis lainnya. Tujuan utama para investor dalam pasar modal antara lain:
- 1) Memperoleh deviden. Ditujukan kepada keuntungan yang akan diperolehnya berupa bunga yang dibayar oleh emiten dalam bentuk deviden.
  - 2) Kepemilikan perusahaan. Semakin banyak saham yang dimiliki maka semakin besar perusahaan (menguasai) perusahaan.
  - 3) Berdagang. Saham dijual kembali pada saat harga tinggi, pengharapannya adalah pada saham yang benar-benar dapat menaikkan keuntungannya dari jual beli sahamnya.
- c. Lembaga Penunjang. Fungsi lembaga penunjang ini antara lain turut serta mendukung beroperasinya pasar modal, sehingga mempermudah baik emiten maupun investor dalam melakukan berbagai kegiatan yang berkaitan dengan pasar modal. Lembaga penunjang yang memegang peranan penting di dalam mekanisme pasar modal adalah sebagai berikut:
- 1) Penjamin emisi (underwriter).
  - 2)

- Lembaga yang menjamin terjualnya saham/obligasi sampai batas waktu tertentu dan dapat memperoleh dana yang diinginkan emiten.
- d. Perantara perdagangan efek (broker/pialang). Perantara dalam jual beli efek, yaitu perantara antara si penjual (emiten) dengan si pembeli (investor). Kegiatan-kegiatan yang dilakukan oleh broker antara lain meliputi : 1) Memberikan informasi tentang emiten 2) Melakukan penjualan efek kepada investor.
  - e. Perdagangan efek (dealer), berfungsi sebagai : 1) Pedagang dalam jual beli efek; 2) Sebagai perantara dalam jual beli efek; 3) Penanggung (*guarantor*). Lembaga penengah antara si pemberi kepercayaan dengan si penerima kepercayaan. Lembaga yang dipercaya oleh investor sebelum menanamkan dananya.
  - f. Wali amanat (*trustee*). Jasa wali amanat diperlukan sebagai wali dari si pemberi amanat (investor). Kegiatan wali amanat meliputi : 1) Menilai kekayaan emiten, 2) Menganalisis kemampuan emiten, (c) Melakukan pengawasan dan perkembangan emiten, 3) Memberi nasehat kepada para investor dalam hal yang berkaitan dengan emiten, 4) Memonitor pembayaran bunga dan pokok obligasi, 5) Bertindak sebagai agen pembayaran
  - g. Perusahaan surat berharga (securities company). Mengkhususkan diri dalam perdagangan surat

berharga yang tercatat di bursa efek. Kegiatan perusahaan surat berharga antara lain : 1) Sebagai pedagang efek, 2) Penjamin emisi, 3) Perantara perdagangan efek, 4) Pengelola dana 5) Perusahaan pengelola dana (*investment company*).

- h. Mengelola surat-surat berharga yang akan menguntungkan sesuai dengan keinginan investor, terdiri dari 2 unit yaitu sebagai pengelola dana dan penyimpan dana.
- i. Kantor administrasi efek. Kantor yang membantu para emiten maupun investor dalam rangka memperlancar administrasinya, 1) Membantu emiten dalam rangka emisi, 2) Melaksanakan kegiatan menyimpan dan pengalihan hak atas saham para investor, 3) Membantu menyusun daftar pemegang saham 4) Mempersiapkan koresponden emiten kepada para pemegang saham, 5) Membuat laporan-laporan yang diperlukan.

Jenis pasar modal dibedakan menjadi 2 yaitu pasar perdana dan pasar sekunder.<sup>50</sup>

- a. Pasar Perdana (*Primary Market*).

Pasar Perdana adalah penawaran saham pertama kali dari emiten kepada para pemodal selama waktu yang ditetapkan oleh pihak penerbit (*issuer*) sebelum saham tersebut belum diperdagangkan di pasar sekunder.

---

<sup>50</sup> Zaenal Arifin, *Teori Keuangan & Pasar Modal*, (Yogyakarta: Ekonisia, 2005), 66-71

Biasanya dalam jangka waktu sekurang-kurangnya 6 hari kerja. Harga saham di pasar perdana ditentukan oleh penjamin emisi dan perusahaan yang *go public* berdasarkan analisis fundamental perusahaan yang bersangkutan. Dalam pasar perdana, perusahaan akan memperoleh dana yang diperlukan.

Perusahaan dapat menggunakan dana hasil emisi untuk mengembangkan dan memperluas barang modal untuk memproduksi barang dan jasa. Selain itu dapat juga digunakan untuk melunasi hutang dan memperbaiki struktur pemodalannya. Harga saham pasar perdana tetap, pihak yang berwenang adalah penjamin emisi dan pialang, tidak dikenakan komisi dengan pemesanan yang dilakukan melalui agen penjualan.

b. Pasar Sekunder (*Secondary Market*)

Pasar sekunder adalah tempat terjadinya transaksi jual-beli saham diantara investor. Setelah melewati masa penawaran saham di pasar perdana, dalam waktu selambat-lambatnya 90 hari setelah ijin emisi diberikan maka efek tersebut harus dicatatkan di bursa.

Dengan adanya pasar sekunder para investor dapat membeli dan menjual efek setiap saat. Sedangkan manfaat bagi perusahaan, pasar sekunder berguna sebagai tempat untuk menghimpun investor lembaga dan perseorangan. Harga saham pasar sekunder berfluktuasi sesuai dengan ekspektasi pasar, pihak yang berwenang adalah pialang, adanya beban komisi untuk penjualan dan pembelian, pemesanannya dilakukan

melalui anggota bursa, jangka waktunya tidak terbatas. Tempat terjadinya pasar sekunder di dua tempat, yaitu:

- 1). Bursa reguler. Bursa reguler adalah bursa efek resmi seperti Bursa Efek Jakarta (BEJ), dan Bursa Efek Surabaya (BES).
- 2). Bursa paralel. Bursa paralel atau *over the counter* adalah suatu sistem perdagangan efek yang terorganisir di luar bursa efek resmi, dengan bentuk pasar sekunder yang diatur dan diselenggarakan oleh Perserikatan Perdagangan Uang dan Efek-efek (PPUE), diawasi dan dibina oleh Bapepam. *Over the counter* karena pertemuan antara penjual dan pembeli tidak dilakukan di suatu tempat tertentu tetapi tersebar diantara kantor para broker atau dealer.

Fungsi Pasar Modal merupakan. Tempat bertemunya pihak yang memiliki dana lebih (*lender*) dengan pihak yang memerlukan dana jangka panjang tersebut (*borrower*). Pasar modal mempunyai dua fungsi yaitu ekonomi dan keuangan. Di dalam ekonomi, pasar modal menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari *lender* ke *borrower*.

Dengan menginvestasikan dananya *lender* mengharapkan adanya imbalan atau return dari penyerahan dana tersebut. Sedangkan bagi *borrower*, adanya dana dari luar dapat digunakan untuk usaha pengembangan usahanya tanpa menunggu dana dari hasil operasi perusahaannya. Di

dalam keuangan, dengan cara menyediakan dana yang diperlukan oleh borrower dan para *lender* tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil.

## 2. Bursa Efek

Para pakar dan ahli mendefinisikan bursa efek dengan berbagai formulasi. Antara lain dikemukakan oleh J. Borgen dalam Ahmad<sup>51</sup> bursa efek adalah suatu sistem yang terorganisasi dengan mekanisme resmi untuk mempertemukan penjual dan pembeli efek secara langsung atau melalui wakil-wakilnya. Menurut Alwi<sup>52</sup>, istilah bursa efek merupakan kombinasi dari kata bursa dan efek. Bursa adalah gedung yang ditetapkan sebagai kantor dan tempat perdagangan uang dan efek termasuk semua pelelangan efek-efek. Efek adalah setiap saham, obligasi, atau bukti lainnya termasuk sertifikat serta surat pengganti atau bukti sementara dari surat tersebut. Bukti keuntungan dan surat jaminan opsi atau hak-hak lain untuk memesan atau membeli saham, obligasi atau bukti penyertaan dalam modal.

Menurut Arifin<sup>53</sup> Bursa Efek adalah lembaga tempat transaksi jual beli efek yang terorganisir. Pelanggan dapat melalui perantara yang terdaftar sebagai anggota bursa untuk

---

<sup>51</sup> Ahmad Ifham Sholihin., *Buku Pintar Ekonomi Syariah*. (Jakarta:PT Gramedia.2010), 18

<sup>52</sup> Iskandar Z. Alwi, *Pasar Modal Teori dan Aplikasi*, Edisi Pertama, (Jakarta: Penerbit Yayasan Pancur Siwah, 2003), 21.

<sup>53</sup> Zaenal Arifin, *Teori Keuangan & Pasar Modal*.,16

melakukan transaksinya. Bursa efek merupakan suatu bentuk dari pasar modal. Selanjutnya Arifin<sup>54</sup> pasar modal adalah perdagangan dana yang berhubungan dengan dana yang berjangka panjang yang biasanya memakai instrumen efek. Jangka waktu ini yang membedakan pasar modal dan pasar uang. Jangka waktu lebih dari satu tahun dengan efek antara lain terdiri saham dan obligasi.

Anoraga<sup>55</sup> mengatakan setelah diadakan persiapan uang cukup lama, barulah pemerintah Republik Indonesia melalui Kepres. 52/1976 mengaktifkan kembali penyelenggaraan pasar modal, yang peresmiannya mulai dilakukan oleh Presiden pada tanggal 10 Agustus 1977. Pasar modal yang diaktifkan kembali sejak tahun 1977 itu mempunyai jiwa yang berbeda dengan pasar modal sebelumnya. Sasaran yang akan dituju tidak hanya sekedar untuk menghimpun dana masyarakat, tetapi mempunyai makna yang lebih mendasar bagi usaha meningkatkan pendemokrasian perusahaan dan peningkatan pemerataan pendapatan masyarakat. Dalam keputusan Presiden tersebut dengan jelas dinyatakan bahwa sasaran yang akan dicapai oleh pengembangan pasar modal di Indonesia, adalah mempercepat proses perluasan pengikutsertaan masyarakat dalam pemilikan saham perusahaan-perusahaan swasta guna menuju pemerataan pendapatan masyarakat, dan lebih menggairahkan partisipasi masyarakat dalam pengarahannya dan penghimpunan dana untuk

---

<sup>54</sup> Ibid.

<sup>55</sup> Pandji Anoraga dan Piji Pakarti, *Pengantar Pasar Modal*, Edisi Revisi, Cetakan Keempat, (Jakarta: PT. Gramedia, 2001), 12

digunakan secara produktif dalam pembiayaan pembangunan nasional.

Bursa efek yang merupakan perwujudan dari kegiatan pasar modal ini, berkedudukan di Jakarta dan Surabaya, dan diselenggarakan oleh Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepom). Surat efek yang bukan surat berharga Pemerintah atau bukan yang dijamin Pemerintah, hanya bisa diperjualbelikan di bursa efek bila sudah terdaftar di sana. Sungguhpun bursa efek pada saat ini hanya ada di Jakarta dan Surabaya, orang bisa membeli surat efek dengan perantara bank di seluruh Indonesia.

Dalam dokumentasi Bapepom (1990) sistem ketatalaksanaan bursa efek untuk menjalankan kegiatan pasar modal di Indonesia, telah diatur dengan :

1. Keputusan Menteri Keuangan Republik Indonesia No. 859/KMK.01/1987: Emisi Efek Melalui Bursa;
2. Keputusan Menteri Keuangan Republik Indonesia No. 860/KMK.01/1987 tentang Lembaga Penunjang Pasar Modal ;
3. Keputusan Menteri Keuangan Republik Indonesia No. 861/KMK.01/1987 tentang Perdagangan Efek di Bursa.

Perusahaan yang ingin menjual di bursa (*go public*) harus mengajukan permohonan pendaftaran (*Registration Statement*) kepada Bapepom di Jakarta melalui Penjamin Emisi (*Underwriter*) sebanyak enam rangkap dengan



melampirkan, yaitu:

1. Anggaran Dasar/Akte Pendirian Perusahaan
2. Prospektus
3. Laporan Keuangan yang telah diaudit Akuntan Publik/Akuntan Negara
4. Perjanjian penjaminan emisi efek.
5. Comfort Letter.
6. Legal Opinion (Pendapat Konsultan Hukum).
7. Perjanjian Perwalianamanatan (khusus untuk emisi obligasi)
8. Perjanjian Penanggungan (khusus untuk emisi obligasi/ sekuritas kredit).
9. Dokumen-dokumen lain yang dibuat dalam rangka emisi; untuk dilakukan penelitian dan evaluasi atas dokumen-dokumen tersebut oleh Bapepam.

Apabila hasil evaluasi Bapepam menyimpulkan bahwa perusahaan telah memenuhi syarat untuk *go public*, maka sebagai proses terakhir akan dilakukan dengan pendapat akhir (*final hearing*) yang bersifat terbuka untuk umum. Dan setelah izin emisi diperoleh Emiten, maka efek-efek tersebut mulai akan diperdagangkan di pasar perdana.

Perdagangan di Bursa Efek atau Bursa Paralel. Dalam waktu 90 hari setelah izin emisi efek diberikan, efek-efek tersebut wajib dicatatkan di bursa efek/bursa paralel untuk diperdagangkan disana. Transaksi dilakukan melalui Perantara Perdagangan Efek/Perdagangan Efek anggota bursa. Setelah

pasar Perdana usai, dan efek-efek tersebut diperdagangkan di Bursa (pasar sekunder), maka diperlukan peranan beberapa lembaga penunjang seperti: Perantara Perdagangan Efek, Perdagangan Efek, Biro Administrasi Efek dan *Clearing House*.

Besarnya imbalan jasa bagi masing-masing lembaga penunjang perdagangan efek diserahkan kepada masing-masing pihak. Namun dihindari kepada para pihak agar tidak terjadi persaingan komisi tidak sehat yang merugikan pihak nasabah.

Sedangkan fungsi bursa efek dikemukakan oleh Widjaya<sup>56</sup> adalah sebagai berikut, yaitu:

1. Menciptakan pasar secara terus menerus bagi efek yang telah ditawarkan kepada masyarakat.
2. Menciptakan harga yang wajar bagi efek yang bersangkutan melalui mekanisme penawaran dan permintaan.
3. Untuk membantu dalam pembelanjaan dunia usaha.

Dengan fungsi inilah sehingga bursa efek dapat berlaku dengan mekanisme harga yang wajar, adanya pasar yang kontinyu yang dapat membantu pembelanjaan dunia usaha. Tujuan diselenggarakannya bursa efek sebagai perwujudan kegiatan pasar modal di Indonesia pada prinsipnya mencakup

---

<sup>56</sup> Gunawan Widjaya, *Aspek Hukum Dalam Pasar Modal : Penitipan Kolektif*, ( Jakarta: Raja Grafindo Persada, 2006), 19

hal-hal sebagai berikut:

1. Memberi kesempatan kepada perusahaan-perusahaan untuk memperbesar modalnya dengan mendapatkan dana murah dan tanpa beban bunga.
2. Dengan dana murah itu, perusahaan dapat mengembangkan dan memperluas usaha baru, sehingga bisa menciptakan lapangan kerja.
3. Disyaratkannya perusahaan-perusahaan yang menjual efek-efeknya di bursa harus terbuka, ini sekaligus memberi kesempatan kepada masyarakat umum termasuk rakyat kecil untuk membeli saham, yang berarti ikut memiliki perusahaan.

Marzuki Usman<sup>57</sup> menyatakan bahwa alternatif keadilan ekonomi dari aspek perluasan kesempatan kerja pemerataan pendapatan, setahap demi setahap, dapat diupayakan perwujudannya. Untuk mencapai tujuan itu, maka jual beli efek-efek di bursa diatur sedemikian rupa agar tertib. Tidak semua orang bisa membeli langsung ke Bursa Efek di Jakarta atau Surabaya. Diperlukan para pialang atau broker. Broker inilah yang memperjualbelikan saham perusahaan yang go public. Turun naiknya harga saham selalu mengalami perubahan menuruti hukum penawaran dan permintaan. Bahkan terkadang politik ikut mempengaruhinya. Mereka

---

<sup>57</sup> Marzuki Usman, et.al., *ABC Pasar Modal Indonesia*, (Jakarta:Lembaga Pengembangan Perbankan Indonesia, 1990 ), 26. Periksa juga M.Irsan Nasarudin, *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*,(Jakarta: Prenada Media Group: 2006), 71

inilah yang mesti memberi penyuluhan baik buruknya saham suatu perusahaan, agar investor kecil tidak merugi.

Selain *broker*, ada penjamin emisi (*under writer*), kepada mereka perusahaan penerbit saham (*emiten*) menumpukkan harapan untuk menjualkan sahamnya. Namun kemudian muncul persoalan ketika harga penawaran yang ditetapkan penjual atau broker lebih mahal dari harga yang ditetapkan oleh emiten.. Saham Indocement misalnya, harga nominalnya (harga yang dicantumkan dalam lembaran saham) Rp 1.000,- ditawarkan kepada publik dengan harga perdana Rp 10.000,- Kelebihan Rp 9.000,- diatas harga nominal tersebut. Itulah yang dikenal dengan nama *agio saham*. Makin bagus prospek sebuah perusahaan, hingga labanya diperkirakan akan kian menggelembung, maka *agio* sahamnya makin besar. Sebab, di dalam perhitungan untuk menetapkan harga penawaran itu, dimasukkan perkiraan dividen (laba) yang akan dibagi plus kepiawaian direksi mengelola perusahaannya. Namun bagaimana jika prospeknya tidak tepat? Untuk itu perlu unsur ‘spesialis dan kepiawaian’ dalam perdagangan efek karena prospek adalah sesuatu yang abstrak. Prospek pada dasarnya merupakan perkiraan tentang harapan masa mendatang berdasarkan data-data keadaan perusahaan pada masa kini dan yang telah lalu sebagai yang tertuang dalam Prospektus. Oleh karenanya, jual beli saham atau efek dapat dikatakan sebagai memperjualbelikan prospek yang masih abstrak. Tetapi unsur spekulasi sebenarnya merupakan ciri umum perdagangan. Karet, cengkeh bahkan petro dollar

umpamanya, bisa juga naik turun harganya dengan harapan untung yang besar, namun juga mengandung resiko yang amat besar pula. Berbeda dengan jagung, disamping barang itu lebih bersifat fisik, juga pasarnya relatif tertutup, hanya di kampung dan pasar tertentu. Sedang saham abstrak, pasarnya sangat terbuka. Orang yang tinggal di New York dapat juga membeli saham Lippobank di Jakarta, demikian dikatakan oleh Marzuki Usman.<sup>58</sup>

Menurut Tjiptono dan Hendry<sup>59</sup> bahwa naik turunnya saham itu banyak dipengaruhi oleh prospek keuntungan atau kerugian perusahaan penerbit saham (emiten). Unsur spekulasi timbul karena adanya permainan-permainan, seperti persekongkolan antara penjamin emisi (*under-writer*) dan pihak emiten. Permainan lainnya, ada pihak yang memborong ketika harga saham sedang murah, kemudian menjual kembali ketika harganya bagus. Dapat juga terjadi sekelompok pedagang saham menyebarkan berita bohong bahwa sesuatu perusahaan penerbit saham sedang mengalami kemerosotan pangsa pasar, dengan tujuan untuk menjatuhkan nilai atau harga saham. Permainan itu tidak jarang dilakukan oleh satu group perusahaan atau ka langan spekulen, agar mereka tetap mendapat keuntungan yang besar. Oleh karenanya Tjiptono menyarankan agar orang yang masuk ke dunia saham harus

---

<sup>58</sup> Marzuki Usman, Penasihat Senior PT Bursa Efek Jakarta: "*Saya Tidak Mau Dikatakan Usil.*" [http://tempo.co.id/ang/har/1996/960424\\_1.htm](http://tempo.co.id/ang/har/1996/960424_1.htm) (24 April 1996)

<sup>59</sup> Tjiptono Darmadji dan Hendry M. Fakhruddin, *Pasar Modal di Indonesia*, Edisi Ketiga, (Jakarta: Penerbit Salemba Empat. 2011), 293

mengerti benar liku-likunya. Kalau tidak, sebaiknya jangan, karena bisa merugikan. Tetapi pendapat negatif seperti itu, tentunya ditampik oleh kalangan broker. “Tidak semua broker berbuat seperti itu. Banyak nasabah saya yang betul-betul ingin menjadi investor, bukan spekulan”, kata Kitty Twysel<sup>60</sup> (Direktur Perusahaan Broker PT. Intan Artha). “Kami juga selalu menjelaskan kepada nasabah langkah apa yang harus dilakukan. Artinya kami tidak diam dan menjual saja.”

Telah diakui secara jujur oleh pihak Humas Bapepam, bahwa dalam perilaku perdagangan efek di bursa masih terbuka peluang munculnya manuver-manuver yang tidak sehat. Oleh karenanya pihak Bapepam akan mempersiapkan suatu ‘Kode Etik’ untuk mencegah timbulnya permainan yang tidak sehat tersebut.

---

<sup>60</sup> Kitty Twysel, *Tips Memilih Broker Saham Online Terbaik dan Terpercaya*, <http://www.analisaforex.com/16/12/2013/broker-saham-online-terbaik-terpercaya/3932.html> (16 Desember 2013)

### BAB III

## SUKUK SEBAGAI MODEL PEMBIAYAAN KORPORASI

### A. Konsep Dasar Sukuk

#### 1. Pengertian Sukuk

Sukuk dalam istilah ekonomi berarti “*legal instrument, deed* atau *check*”.<sup>61</sup> Secara etimologi, sukuk berasal dari bahasa Arab صكوك, yang merupakan bentuk jama’ dari kata صك (*ṣakk*), yaitu nama pada sebuah sertifikat finansial yang serupa dengan obligasi syari’ah<sup>62</sup>. Pada periode klasik Islam definisi *ṣakk* (sukuk) adalah sama dengan kata dasar ‘*cheque*’ yang di eropa berarti sebuah dokumen yang mewakili sebuah kontrak hak dan kewajiban atau keuangan yang sesuai dengan syariah.

Para pakar ekonomi memberikan terminologi sukuk dengan redaksi yang berbeda. Mereka memberkan pengertian sukuk berdasarkan sejarah awal terbentuknya “sakk” dan sebagian lainnya mendefinisikan berdasarkan bentuk kontrak

---

<sup>61</sup> Muhammad Nafik HR, *Bursa Efek dan Investasi Syari’ah*, (Jakarta : Serambi, 2009), h.246

<sup>62</sup> Ismail Nawawi, *Nalar Ekonomi Islam*, h. 1426. Lihat Nurul Huda dan Mustafa Edwin Nasution, *Investasi Pada Pasar Modal Syari’ah*, 122. Periksa pula Nazaruddin Abdul Wahid, *Sukuk; Memahami & Membedah Obligasi Pada Perbankan Syari’ah*, h.92

sukuk yang ada selama ini dalam pasaran. Namun definisi mereka pada dasarnya memiliki substansi yang sama.

Nathif J. Adam dan Abdul Kader Thomas<sup>63</sup> menyebutkan bahwa sukuk merupakan kontrak yang digunakan untuk pertukaran antara para pihak dalam perdagangan antar bangsa di kawasan Islam dikenal dengan bentuk saftijah untuk mewakili jaminan finansial yang muncul akibat aktivitas perniagaan seperti peminjaman, surat kredit dan peralihan utang (hawalah).

Saiful Azhar Rosly<sup>64</sup> mengemukakan, sukuk adalah suatu dokumen atau sertifikat yang mewakili nilai suatu aset. Sukuk berbeda dengan notes dan bonds karena sukuk memerlukan suatu nilai instrinsik, ia juga bukan berasal dari dayn atau debt namun Securities Commission (SC)

Islamic Development Bank (IDB) mengartikan Sukuk dengan efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan, yang paling tidak terbagi atas: (1) kepemilikan aset berwujud tertentu. (2) nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktivitas. (3) kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.

---

<sup>63</sup> Nathif J. Adam and Abdulkader Thomas, *Islamic Bonds: Your Guide to Structuring, Issuing and Investing in Sukuk*, (London: Euromoney Books, 2004),. 44

<sup>64</sup> Saiful Azhar Rosli, *Critical Issues on Islamic Banking and Financial Market*, (Kuala Lumpur: Danamas, 2007), 473



Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institution (AAOIFI) mendefinisikan 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 investasi tertentu. Pada prinsipnya sukuk mirip seperti obligasi konvensional dengan perbedaan pokok antara lain berupa penggunaan konsep imbalan dan bagi hasil sebagai pengganti bunga, adanya suatu transaksi pendukung (underlying transaction) berupa sejumlah tertentu asset yang menjadi dasar penerbitan sukuk dan adanya akad atau perjanjian antara para pihak yang disusun berdasarkan prinsip-prinsip syariah. Selain itu, sukuk juga harus distruktur secara syariah agar instrument keuangan ini aman dan terbebas dari riba, gharar dan maysir.

Sukuk bukan merupakan utang berbunga tetap, tetapi lebih merupakan penyertaan dana (investasi) yang didasarkan pada prinsip bagi hasil jika menggunakan akad mudharabah dan musyarakah. Transaksinya bukan akad hutang piutang melainkan penyertaan. Harus kita akui, bahwa sukuk atau obligasi syariah ini adalah salah satu bentuk terobosan baru dalam dunia keuangan Islam, meskipun istilah tersebut adalah istilah yang memiliki akar sejarah yang panjang. Inilah salah satu bentuk produk yang paling inovatif dalam pengembangan sistem keuangan syariah kontemporer.

Bapepam-LK merumuskan Sukuk bukan merupakan utang berbunga tetap, tetapi lebih merupakan penyertaan dana

(investasi) yang didasarkan pada prinsip bagi hasil jika menggunakan akad mudharabah dan musyarakah. Transaksinya bukan akad hutang piutang melainkan penyertaan.

`Berdasarkan fatwa Dewan Syariah Nasional No. 32/DSN-MUI/IX/2002 Tentang obligasi Syariah, dijelaskan obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten kepada investor (pemegang obligasi) yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada investor berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dana investasi pada saat jatuh tempo.

Dari berbagai pandangan para pakar tentang definisi sukuk yang diberikan, pada umumnya mereka mengkaitkan sukuk dengan investasi bisnis yang tertulis (sakk), Islamic bonds, sertifikat investasi, sekuritisasi aset, sekuritis utang yang mendasari pada aset real, dokumen atau sertifikat yang mewakili nilai dari suatu aset, dan sertifikat investasi Islami. Demikian juga mereka menyebutkan bahwa sukuk berbeda dengan ' notes' warrants dan bonds, juga berbeda dengan representasi utang yang dimiliki oleh penerbit atau pemilik sertifikat. Oleh karena itu, perlu diberikan ketegasan bahwa sukuk adalah produk investasi syariah yang menempatkan kegunaan hak memiliki *shares* dalam aset tetap (*tangible asset*), manfaat (*usufructs*) dan pelayanan (*services*) atau suatu kewajiban dari proyek atau sesuatu bentuk investasi tertentu.

## 2. Dasar Hukum Sukuk

Dalil yang berkenaan dengan Sukuk (obligasi syariah) disusun sarikan dari Himpunan Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor: 32/DSN-MUI/IX/2002. Berikut dalil-dalilnya:

- a. Firman Allah SWT, QS. Al-Ma'idah [5]:1:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ.....

“Hai orang – orang yang beriman, penuhilah akad-akad itu.....”<sup>65</sup>

- b. Firman Allah SWT, QS. Al-Isra' [17]: 34:

وَأَوْفُوا بِالْعَهْدِ إِنَّ الْعَهْدَ كَانَ مَسْئُولًا

“.....dan penuhilah janji; Sesungguhnya janji itu pasti diminta pertanggung jawaban.”<sup>66</sup>

- c. Hadits

Hadis Nabi SAW yang digunakan sebagai dalil dasar sukuk ini ialah hadits yang diriwayatkan oleh ‘Amar bin ‘Auf,

---

<sup>65</sup> Departemen Agama.,156

<sup>66</sup> Ibid.,429

عن عمرو بن عوف المزاني قال رسول الله ص م : الصَّلْح  
 جائز بين المسلمين الا صلحا حرم حلالا أو أحل حراما  
 والمسلمون على شروطهم إلا شرطا حرم حلالا أو أحل  
 حراما ( رواه امام الترمذی )

“Perjanjian boleh dilakukan di antara kaum muslimin kecuali perjanjian yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram; dan kaum muslimin terikat dengan syarat-syarat mereka kecuali syarat yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram.”

d. Kaidah Fikih:

Kaidah yang digunakan, yaitu :

الاصل في المعاملات الإباحة إلا أنيدل دليل على تحريمها

" Pada dasarnya semua bentuk muamalah boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkannya.”;<sup>67</sup>

---

<sup>67</sup> Fatwa Dewan Syari'ah Nasional-Majelis Ulama Indonesia Nomer: 32/DSN-MUI/IX/2002

### 3. Jenis-Jenis Sukuk

Menurut Nafik, pembedaan sukuk dapat dilakukan berdasarkan tiga kategori yaitu, jenis akad yang dipakai, pembayaran pendapatan yang akan dibagikan kepada pihak-pihak yang berakad, dan basis pembiayaan, serta *multiple sukuk*. Berdasarkan jenis akad sukuk terbagi ke dalam enam jenis, yaitu : sukuk murabahah, sukuk mudarabah, sukuk musyarakah, sukuk salam, sukuk istishna' dan sukuk ijarah.<sup>68</sup>

Menurut AAOIFI (*the Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions*) dalam Ismail Nawawi; *Isu Nalar Ekonomi Islam*,<sup>69</sup> terdapat banyak jenis sukuk yang dikenal secara international, di antaranya:

- a. Sukuk ijarah, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad ijarah, yang satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak guna (manfaat) suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga sewa dan periode sewa yang disepakati tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan aset itu sendiri. Untuk lebih jelasnya lihat skim ijarah berikut: Contoh skim ijarah bisa dilihat pada penerbitan obligasi ijarah Matahari Departemen Store. Perusahaan ritel ini mengeluarkan obligasi ijarah senilai Rp 100 miliar. Dananya digunakan untuk menyewa ruangan usaha dengan akad wakalah. Matahari bertindak sebagai

---

<sup>68</sup> Muhammad Nafik H.R., *Bursa Efek & Investasi Syari'ah*, h. 252-255

<sup>69</sup> Ismail Nawawi, *Isu dan Nalar Ekonomi Islam*, h. 1443-1446

wakil untuk melaksanakan ijarah atas ruangan usaha dari pemilikinya (pemegang obligasi/invetor). Ruang usaha yang disewa adalah Cilandak Torvn Square di Jakarta. Ruang usaha tersebut dimanfaatkan Matahari sesuai dengan akad wakalah, yang atas manfaat tersebut Matahari melakukan pembayaran sewa/fee (*ujrah*) dan pokok dana obligasi. *Fee* ijarah dibayarkan setiap tiga bulan, sedangkan dana obligasi dibayarkan pada saat pelunasan obligasi. Jangka waktu obligasi tersebut selama lima tahun.

- b. Sukuk mudharabah, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad mudharabah yang merupakan satu bentuk kerjasama, yang satu pihak menyediakan modal (*rabb al-mal*) dan pihak lain menyediakan tenaga dan keahlian (*mudarib*), keuntungan dari kerjasama tersebut akan dibagi berdasarkan perbandingan yang telah disetujui sebelumnya. Kerugian yang timbul akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak penyedia modal. Untuk lebih jelasnya lihat skim mudarabah pada contoh berikut: Berlian Laju Tanker telah menerbitkan obligasi mudarabah senilai Rp 100 miliar. Dananya digunakan untuk membeli kapal tanker (66%) dengan tambahan modal kerja perusahaan (34%). Obligasi berjangka waktu 5 tahun yang dicatatkan di BES dan KSEI ini memperoleh keuntungan dari bagi hasil berdasarkan pendapatan perseroan dari pengoperasian kapal tanker MT Gardini atau kapal lain yang beroperasi

untuk melayani Pertamina, sehingga returnnya berubah setiap tahun sesuai pendapatan.

- c. Sukuk musyarakah, Yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad musyarakah yang merupakan suatu bentuk kerjasama antara dua pihak atau lebih untuk menggabungkan modal yang digunakan untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang telah ada atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan atau kerugian yang timbul akan ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing.
- d. Sukuk Murabahah, Yaitu Surat berharga yang mewakili obligasi moneter, yang dikeluarkan untuk transaksi penjualan kredit oleh bank, tidak dapat menciptakan instrumen yang dapat diperjualbelikan. Sementara tagihan (*receivable*) murabahah tidak dapat mengambil *return* tertentu, perjanjian mereka juga harus berdasarkan nilai yang tercantum. Sukuk murabahah lebih memungkinkan digunakan untuk hal yang berhubungan dengan pembelian barang untuk sektor publik. Dalam kasus pemerintah membutuhkan barang-barang dengan harga yang tinggi, maka dimungkinkan untuk membelinya melalui penjualan kredit dengan membayar angsuran. Penjual akan melakukan amortisasi biaya dan *return*-nya (margin keuntungan) untuk keseluruhan periode angsuran. Pemerintah akan menerbitkan sertifikat

berdasarkan jumlah angsuran. Setiap sertifikat memiliki tanggal jatuh tempo, yang mewakili hak kepemilikan dari penjual yang tidak dapat dipindahtangankan dan sejumlah klaim yang tidak dapat diubah. Penjual atau pemegang sertifikat pertama dapat memindahkan hak kepemilikannya kepada pihak lain, dimana pembayarannya akan sama dengan nilai yang tercantum pada sertifikat dikurangi dengan biaya pengumpulan.

- e. Sukuk *istishna'*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *istishna'* yang merupakan suatu bentuk perjanjian jual beli antara para pihak untuk pembiayaan suatu proyek. Adapun cara, jangka waktu, dan harga ditentukan oleh berdasarkan kesepakatan para pihak.
- f. Sukuk Salam adalah kontrak dengan pembayaran harga di muka, yang dibuat untuk barang-barang yang dikirim kemudian. Tidak diperbolehkan menjual komoditas yang belum diterimanya. Untuk itu, penerima tidak boleh menjual kembali komoditas salam sebelum menerimanya, akan tetapi ia boleh menjual kembali komoditas tersebut dengan kontrak yang lain yang parallel dengan kontrak pertama. Dalam kasus ini, kontrak pertama dan kedua harus independen satu sama lain. Spesifikasi dari barang dan jadwal pengiriman dari kedua kontrak harus sesuai satu sama lain, tetapi kedua kontrak dapat dilakukan secara independen.



Kemungkinan untuk memiliki sertifikat *salam* yang dapat diperjualbelikan belum dapat diputuskan. Sejauh ini, para pakar cenderung belum dapat menerimanya. Diperlukan analisis tentang penjualan kembali barang yang dibeli dengan menggunakan *salam* sebelum dimiliki oleh pembeli pertama, khususnya pada situasi di mana ia harus memelihara persediaan dari barang tersebut.

#### **4. Struktur Investasi Sukuk**

Proses untuk membuat pola hubungan antara pihak yang terkait dan model aliran serta akad yang digunakan dalam akad sukuk dinamakan proses strukturisasi sukuk. Struktur sukuk tersebut disusun sesuai dengan kondisi masing-masing emiten serta dengan menggunakan akad yang paling memungkinkan untuk diterapkan pada saat penerbitannya.

Struktur Sukuk ini berisi skema atau struktur sukuk berdasarkan standart AAOIFI (*Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institution*) yang paling banyak diaplikasikan pada Pasar Modal Islam di berbagai negara. Penulis mengidentifikasi terdapat 6 (enam) struktur investasi sukuk yang paling banyak diaplikasikan. Berikut penjelasannya:

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

Di Indonesia dasar yang digunakan dalam menerapkan sukuk ijarah adalah transaksi manfaat suatu aset, sedangkan yang umum di negara-negara lain adalah

ijarah mumtahiya bit tamlik. Terkait dengan dasar yang digunakan tersebut, tujuan dari transaksi ijarah di Indonesia adalah melakukan transaksi *lease* atau *lease* kemudian *sublease*. Sedangkan dasar yang digunakan dinegara-negara lain bertujuan untuk menjual aset (kepada SPV) kemudian melakukan *lease* atas aset tersebut dengan memberikan opsi apakah pada akhir masa sukuk aset *underlying* ijarah beralih kepemilikannya. Dalam AAOIFI terdapat tiga jenis Skema transaksi sukuk ijarah. Pembagian kategori tersebut dapat didasarkan pada obyek yang ditransaksikan, yaitu:

1. Transfer kepemilikan atas aset yang telah tersedia;
2. Transfer manfaat (*usfruct*) atas aset yang telah tersedia;
3. Transfer kepemilikan atas aset tertentu yang akan dimiliki.<sup>70</sup>

Dalam praktik, yang lazim digunakan adalah sukuk ijarah no. 1 dan 2. Alasan utama yang mendasarinya adalah, transaksi jenis 1 dan 2 lebih diminati oleh investor mengingat *underlying* asetnya telah tersedia. Hal ini akan lebih memberikan kepastian hukum dibandingkan dengan sukuk ijarah no.3. Dengan mempertimbangkan kelaziman dalam praktik, maka kajian ini memfokuskan kepada skema sukuk no 1 dan 2.

---

<sup>70</sup> BAPEPAM-LK, *Studi Standart Akuntansi Syariah di Pasar Modal Indonesia*, (Jakarta: BAPEPAM-LK, 2007), 56

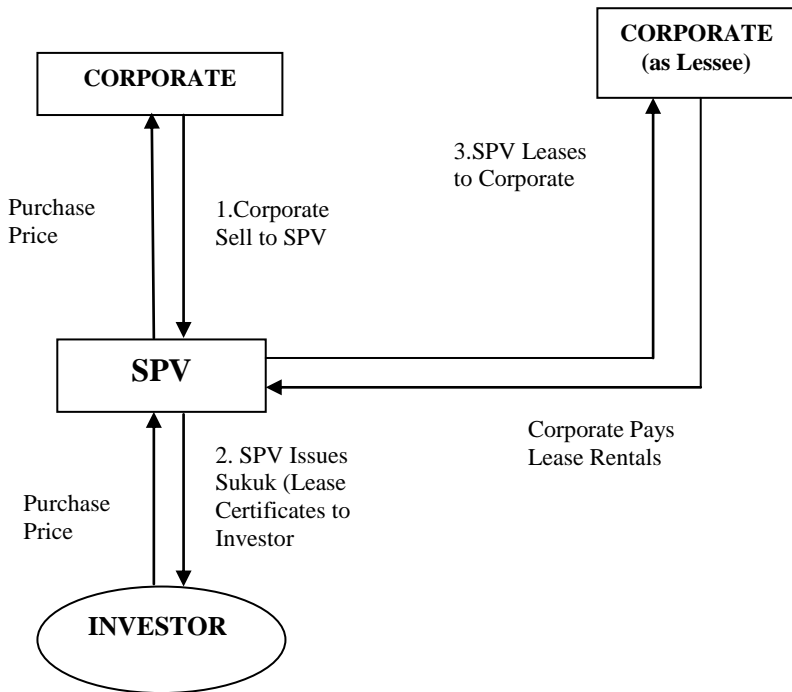
Berikut ini disajikan mengenai skema transfer kepemilikan atas aset yang telah tersedia. Pada saat perusahaan merencanakan untuk menerbitkan sukuk ijarah, perusahaan terlebih dahulu menetapkan aset yang akan di-ijarah-kan. Kemudian, perusahaan mendirikan suatu *Special Purpose Vehicle/Company* (SPV/C selanjutnya disebut dengan SPV). SPV merupakan *paper company* yang didirikan semata-mata untuk kepentingan perusahaan khususnya dalam penerbitan sukuk ijarah. Setelah sukuk ijarah jatuh tempo, maka SPV ini akan dibubarkan. SPV bukan merupakan badan hukum seperti halnya perusahaan, oleh karena itu SPV bukan merupakan subyek pajak.

Setelah SPV terbentuk, perusahaan menjual aset yang menjadi *underlying* ijarah kepada SPV, hal ini ditandai dengan akad *Al-bay'*, yaitu jual-beli antara perusahaan selaku penerbit sukuk ijarah dan SPV selaku wakil dari para investor pemegang sertifikat sukuk ijarah. Pada saat yang sama SPV menjual sertifikat sukuk kepada investor sebagai bukti bahwa investor merupakan pemilik dari *underlying* aset ijarah, hal ini ditandai dengan akad Wakalah, yaitu perwalian SPV atas investor pemegang sertifikat sukuk ijarah. Dana yang diperoleh dari investor secara langsung diteruskan oleh SPV kepada perusahaan. Dengan demikian, maka telah terjadi perpindahan kepemilikan *underlying* aset ijarah dari perusahaan kepada investor melalui SPV.

Dilain pihak, perusahaan telah menerima secara lumpsom pembayaran dari investor atas penerbitan sertifikat sukuk ijarah. Selanjutnya, SPV selaku wakil dari investor, menandatangani akad Ijarah dengan perusahaan. Dalam akad itu disepakati bahwa SPV selaku wakil dari pemilik aset menyewakan aset kepada perusahaan. Dengan kata lain, SPV berperan sebagai lessor sedangkan perusahaan berperan sebagai lessee. Sebagai lessee, perusahaan berhak untuk menggunakan aset yang di-ijarah-kan tersebut dan berkewajiban untuk membayar ijarah atas penggunaan aset kepada lessor. Pembayaran oleh perusahaan dilakukan kepada SPV dan langsung diteruskan (passthrough) kepada investor. Pembayaran tersebut merupakan kupon ijarah yang besarnya ditentukan secara tetap. Pembayaran ini didasarkan atas benchmark tertentu sebagai contoh  $2\% + \text{LIBOR}$ .

Skema sukuk ijarah semacam ini dijumpai diberbagai negara seperti: Bahrain, Malaysia, Qatar & Pakistan. Berikut struktur investasi sukuk ijarah yang dimaksudkan peralihan kepemilikan asset dari emiten kepada sukuk holders:

Gambar 3.1  
Sukuk Ijarah Transfer Kepemilikan Aset<sup>71</sup>



Keterangan gambar 3.1:

1. Corporate (perusahaan penerbit/emiten) menjual aset kepada SPV dengan menggunakan kontrak *bay' mutlaqah*.
2. SPV memproses pengeluaran sukuk, dan mengeluarkan sukuk dengan menggunakan kontrak ijarah.

<sup>71</sup> Sumber BAPEPAM-LK., data diolah

3. Investor membeli aset yang representatifnya ditunjukkan oleh sertifikat sukuk ijarah.
4. Investor membayar tunai kepada SPV sebagai harga aset yang dipresentasikan oleh sertifikat sukuk.
5. SPV membayar harga aset kepada Emiten sejumlah yang diperjanjikan dalam akad jual beli mutlakah.
6. SPV menyewakan semula aset tersebut kepada *Corporate* dengan menggunakan kontrak ijarah dan harga sewa disepakati bersama antara corporate dan SPV.
7. Corporate membayar sewa aset kepada SPV yang biasanya dilakukan semi tahunan.
8. SPV menagihkan bayaran sewa kepada masing-masing investor sesuai jumlah sukuk dipegang masing-masing investor (*sukuk holders*).
9. Pada saat maturiry, Corporate membeli semula aset sesuai dengan harga jual sebelumnya dan membayar tunai kepada SPV.
10. SPV menebus sukuk sertifikat pada investor dan membayar dengan harga tunai bersama dengan kadar sewa term akhirnya sekali.

Bentuk kontrak sukuk ijarah di atas menggunakan akad *bay' mutlaqah* dalam hal penjualan aset dari originator kepada *Special Purpose Vehicle* (SPV), kemungkinan akibat yang timbul dari bentuk akad yang

demikian adalah bahwa jual beli mutlaqah mengakibatkan pemindahan hak milik secara sempurna untuk pembeli (menjadi *milk at-tam*).<sup>72</sup> SPV yang telah menjadi pemilik terhadap aset, boleh untuk tidak menjual kembali aset dimaksud kepada Corporate, sementara Corporate bermaksud untuk membeli semula *underlying asset*. Atau SPV akan menjual semula aset tersebut dengan harga baru sesuai dengan harga pasaran, sementara originator/corporate/emiten menginginkan untuk membelinya kembali dengan harga asal. Oleh karena itu, akad yang lebih sesuai dalam kontrak dimaksud adalah menggunakan akad *bay' al-wafa*.

Ada juga bentuk lain dari transfer aset dari originator kepada SPV di mana originator menunjuk SPV sebagai wakil dan menyerahkan aset kepadanya untuk diladkan *underlying assets* bagi pengeluaran sukuk. Dalam hal ini, SPV hanya bertindak sebagai wakil emiten untuk mengeluarkan sukuk dengan menggunakan kontrak ijarah. Menjual sukuk dilakukan dengan menggunakan keuntungan berdasarkan diskon, dan originator membeli kembali dengan harga nominal.<sup>73</sup>

Berikut ini disajikan mengenai variasi dari skema transfer manfaat atas aset yang telah tersedia, yaitu dengan *sublease*. Skema ini diawali dengan penerbitan

---

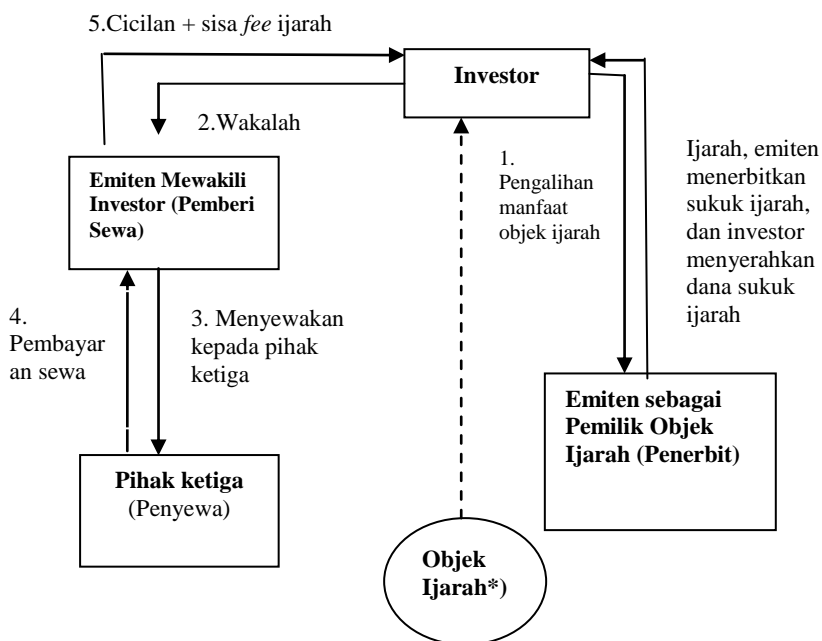
<sup>72</sup> Nazaruddin Abdul Wahid, *Sukuk ; Memahami dan Membedah Obligasi Pada Perbankan Syari'ah*, (Yogyakarta: Arruz-Media, 2010), 120

<sup>73</sup> *Ibid.*, 122

sertifikat sukuk ijarah oleh *issue* (selanjutnya disebut perusahaan). Atas penerbitan sertifikat tersebut perusahaan menerima kas yang dibayarkan oleh investor. Pada tahap ini, perusahaan dan investor menandatangani akad Wakalah. Akad ini memberikan kuasa kepada perusahaan untuk mewakili investor sebagai *lessee* atas transaksi ijarah yang akan dilakukan pada tahap berikutnya. Selanjutnya, dana hasil penerbitan sukuk ijarah digunakan perusahaan untuk memperoleh manfaat atas suatu aset *underlying* ijarah yang dimiliki oleh *owner*. Pada tahap ini perusahaan dan *owner* menandatangani akad ijarah dimana perusahaan berperan sebagai *lessee* mewakili investor dan *owner* sebagai *lessor*.



Gambar 3.2  
Sukuk Ijarah Transfer Manfaat Aset<sup>74</sup>



Keterangan gambar 3.2:

Emiten menerbitkan sukuk ijarah dengan nilai tertentu yang didasarkan pada objek ijarah tertentu, dan pada saat yang bersamaan investor menyerahkan sejumlah dana sebesar nilai sukuk ijarah kepada emiten. Penerbitan sukuk tersebut memiliki struktur sebagai berikut:

<sup>74</sup> Sumber; Data BAPEPAM –LK, *Himpunan Skema Sukuk*, (Jakarta: BAPEPAM-LK, 2011), 12

1. Atas penerbitan sukuk ijarah tersebut, Emiten mengalihkan manfaat objek ijarah kepada investor, dan investor yang diwakili wali amanat sukuk menerima manfaat objek ijarah (berupa *fixed asset* yang sudah ada dengan jenis aset dan spesifikasi yang jelas) dari emiten.
2. Investor yang diwakili wali amanat sukuk memberikan kuasa (akad wakalah) kepada emiten untuk menyewakan objek ijarah tersebut kepada pihak ketiga.
3. Emiten selaku penerima kuasa dari investor bertindak sebagai *mu'jir* (pemberi sewa) menyewakan objek ijarah tersebut kepada pihak ketiga sebagai *musta'jir* (penyewa).
4. Atas objek ijarah yang disewa tersebut, pihak ketiga memberikan pembayaran sewa kepada emiten.
5. Emiten meneruskan pembayaran sewa yang diterima dari pihak ketiga kepada investor berupa cicilan *fee* ijarah secara periodik sesuai dengan waktu yang diperjanjikan serta sisa *fee* ijarah pada saat jatuh tempo sukuk.

Skema sukuk ijarah di atas, mengilustrasikan pembayaran ijarah yang diterima dari investor merupakan jumlah *lumpsum*. Dalam transaksi konvensional

jumlah ini dapat dipersamakan dengan pokok obligasi. Sedangkan pembayaran berkala yang dilakukan oleh *lessee* kepada *lessor* pada saat jangka waktu sukuk ijarah dapat diidentikkan dengan bunga obligasi. Jumlah *lumpsum* yang diterima oleh perusahaan pada awal

periode sukuk, akan dilunasi oleh perusahaan kepada investor pada saat sukuk ijarah jatuh tempo. Hal ini disertai dengan adanya pengembalian kepemilikan atau manfaat aset *underlying* ijarah kepada perusahaan selaku penerbit sertifikat sukuk ijarah.

## **b. Struktur Sukuk Mudharabah**

Kontrak mudharabah atau juga disebut *muqaradah* bentuk kerja sama antara pemodal (saḥibul mâl dan pelaksana aktivitas perniagaan / muḍarrib) di mana satu pihak menyerahkan sesuatu harta (modal) dan pihak lainnya menyumbangkan kepakaran dan manajernen bagi rnenjalankan modal untuk memperoleh keunttngan dengan rnenggunakan kaidah profit and loss sharing mengikut nisbah yang dipersetujui di dalam akad, manakala kerugian akan ditanggung oleh investor saja sehingga pengusaha akan kehiiangan kinerja dan masanya saja.<sup>75</sup>

Pihak-pihak yang terlibat dalam sukuk mudharabah adalah investor (sukuk holder atau saḥibul mâl), Special purpose vehicle (SPV) atau Kontrak Investasi Kolektif (KIK), dan perusahaan penerbit sukuk (emiten atau muḍarib).

---

<sup>75</sup> Nazaruddin Abdul Wahid, *Sukuk ; Memahami dan Membedah Obligasi.*,134

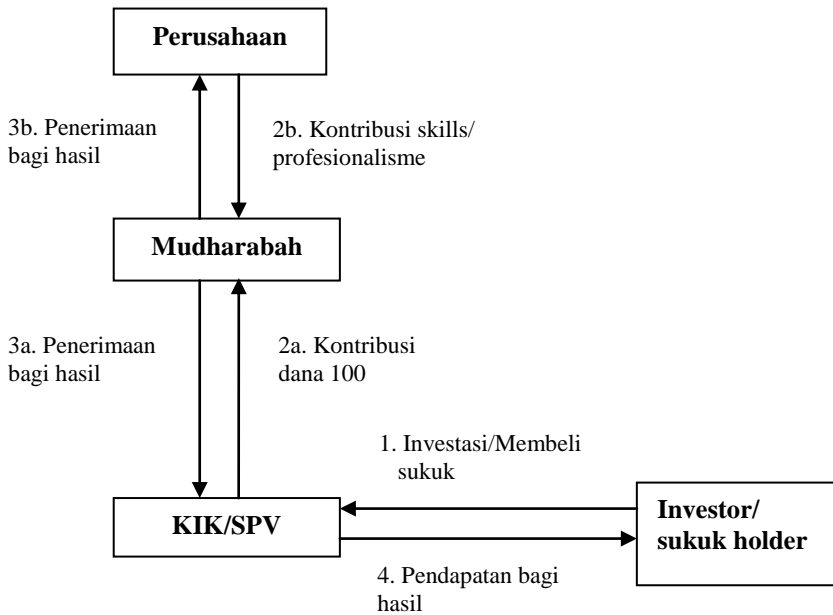
Investor yang membeli sertifikat sukuk mudharabah berarti telah menjadi shahibul mal bagi emiten yang komposisinya adalah sebesar rasio total nilai sertifikat sukuk dibagi total modal yang dibutuhkan. Komposisi ini juga merupakan porsi bagian pembagian hasil dari pengelolaan dana. Total modal yang terkumpul pada SPV dari para investor diberikan kepada mudharib (emiten) oleh SPV. Pembagian hasil antara SPV dan emiten didasarkan atas nisbah yang disepakati antara SPV dan emiten.

Pendapatan bagi hasil akan diterima secara periodik oleh SPV sesuai nisbahnya, kemudian SPV akan membagikannya secara periodik kepada para pemegang sukuk mudharabah sesuai dengan komposisi kepemilikan masing-masing sukuk. Pokok sukuk akan dibayar kembali pada saat jatuh tempo sebesar nilai penyertaan masing-masing investor.<sup>76</sup>:

---

<sup>76</sup> Muhammad Nafik HR, *Bursa Efek dan Investasi Syari'ah*, (Jakarta: Serambi Ilmu Semesta, 2009), 303

Gambar 3.3  
Struktur Sukuk Mudharabah



Keterangan gambar:

1. Penerbit memproses Penerbitan sukuk mudharabah untuk keperluan memobilisasi modal dengan kadar tertentu.
2. Penerbit (sebagai mudharab) dan investor (rabbul mâl) membuat kontrak mudharabah dengan perjanjian keuntungan yang disepakati.
3. Atas kontrak tersebut, modal mudharabah terkumpul sejumlah tertentu.

3. Penerbit menanamkan modal pada proyek perniagaan sebagai peluang baik dalam alternatif perniagaan.
4. Atas investasi yang dilakukan mudarrib dapat menghasilkan keuntungan tertentu.
5. Keuntungan yang diperoleh dari aktivitas perniagaan tersebut dibagikan bersama antara rabbul mâl dan muḍarib dengan kadar yang telah disepakati.

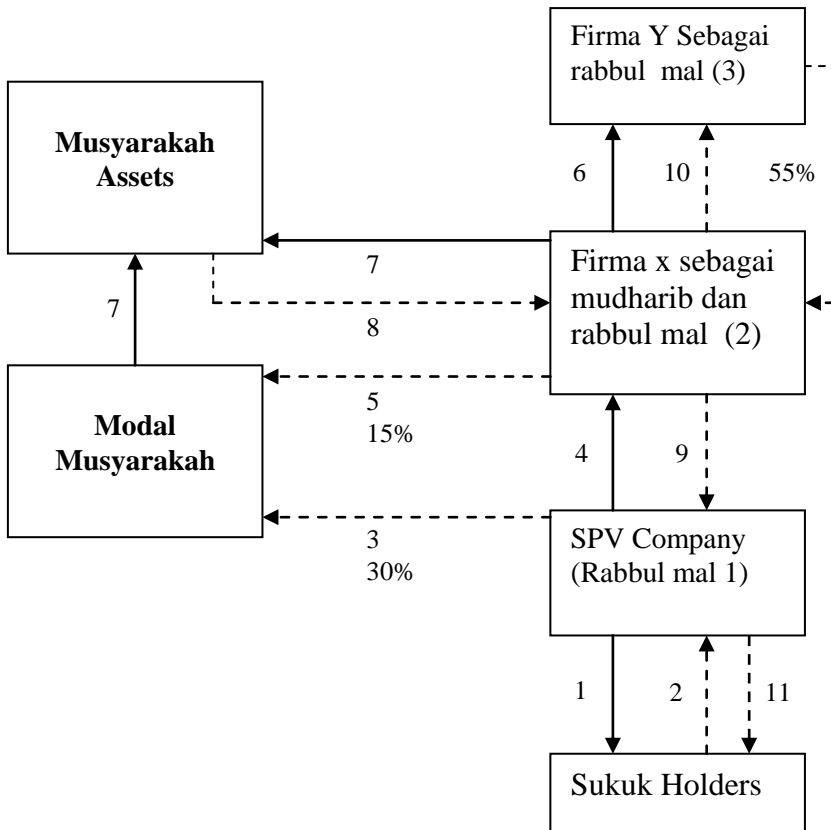
**c. Struktur Sukuk Musyarakah**

Musyarakah dalam konteks bisnis dan perdagangan *sharing* berarti suatu usaha bersama di mana semua partner membagi keuntungan dan kerugian dari perusahaan patungan tersebut. Berdasarkan AAOIFI dijelaskan bahwa musyarakah yang dikenal saat ini merupakan *contractual partnership* atau sering disebut sebagai *sharika al-aqd* (AAOIFI *Shari'a Standard* No. 12). *Sharika al-aqd* berarti suatu perjanjian antara dua atau lebih pihak untuk menggabungkan aset, tenaga kerja atau kewajiban-kewajibannya untuk tujuan memperoleh keuntungan.

Sesuai dengan definisinya, maka salah satu karakteristik sukuk musyarakah terkait konsep pembagian keuntungan dan kerugian adalah setiap

keuntungan yang diperoleh dari kegiatan usaha musyarakah akan didistribusikan kepada setiap pihak yang berserikat sesuai dengan rasio keuntungan (nisbah) yang telah disepakati sebelumnya, begitu juga apabila terjadi kerugian maka akan ditanggung bersama oleh para pihak sesuai dengan kontribusi modal masing-masing. Hal ini menunjukkan adanya unsur keadilan diantara para pihak yang berserikat dalam usaha musyarakah. Konsep tersebut sering dikenal sebagai profit and loss sharing. Karakteristik tersebut sejalan dengan kegiatan investasi di mana masih terdapat hal-hal yang belum dapat diprediksikan antara lain berapa keuntungan yang akan diperoleh. Berikut ini disajikan mengenai struktur investasi sukuk musyarakah:

Gambar 3.4  
Struktur Sukuk Musyarakah<sup>77</sup>



Keterangan gambar :

1. SPV mengeluarkan sukuk musyarakah dan menjualnya kepada investor untuk maksud

<sup>77</sup>Nazaruddin Abdul Wahid, *Sukuk* ;139



menghimpun modal yang akan ditanamkan pada proyek tertentu.

2. Investor membeli sukuk musyarakah dan membayar cash kepada SPV sejumlah tertentu.
3. SPV dan juga sebagai rabbul mal (1) mampu mengumpulkan dana dengan mengeluarkan sukuk musyarakah 30% berbanding total dana yang diperlukan untuk suatu proyek yang akan diinvestasikan.
4. SPV memercayakan firma X sebagai mudarrib untuk mengurus proyek.
5. Firma X pula menyediakan dana sendiri 15% sehingga dia menjadi rabbul mal(2).
6. Disebabkan dana yang diperlukan untuk rencana proyek investasi belum mencukupi, maka Firma X mengajak Firma Y sebagai rabbul mal (3) untuk menyediakan dana sebanyak 55% dari nilai total proyek.
7. Firma X melaksanakan proyek investasi sebagaimana yang disepakati dan memperoleh keuntungan.
8. Keuntungan yang didapatkan dibagikan kepada masing-masing penyandang dana.
9. Keuntungan sejumlah kadar yang disepakati dibagikan kepada SPV.
- 10.Keuntungan sejumlah kadar yang disepakati dibagikan kepada FirmaY.

11. SPV selanjutnya menebus sukuk dari investor dan membayar keuntungan sesuai kadar yang disepakati.

**d. Struktur Sukuk Murabahah**

Sukuk murabahah terbentuk karena adanya kontrak jual beli yaitu ada pihak yang akan membeli barang (peminjam/*borrower*) kepada pihak SPV.

Pihak SPV akan menerbitkan dan menjual sukuk kepada para investor (*sukuk holder*) untuk memperoleh dana. Pihak pembeli sukuk atau investor membayarkan sejumlah dana sesuai dengan lembar jumlah dan harga sukuk yang dibelinya dan ia menerima sertifikat sukuk serta berhak atas bagi hasil dari margin keuntungan yang dijanjikan dan disepakati saat pembelian sukuk. Pembayaran bagi hasil oleh SPV kepada investor dapat secara kontan atau secara periodik tergantung pendapatan yang diperoleh SPV. Pada saat sukuk jatuh tempo, SPV membayar pokok sukuknya. Dana yang terkumpul dari penjualan sukuk akan dipergunakan untuk membeli komoditi kepada supplier, dan SPV akan menjualnya kembali kepada pihak *borrower* dengan margin keuntungan tertentu yang disepakati kedua belah pihak. Komoditi yang dibeli oleh *borrower* kemudian dijual kembali kepada pembeli komoditi.

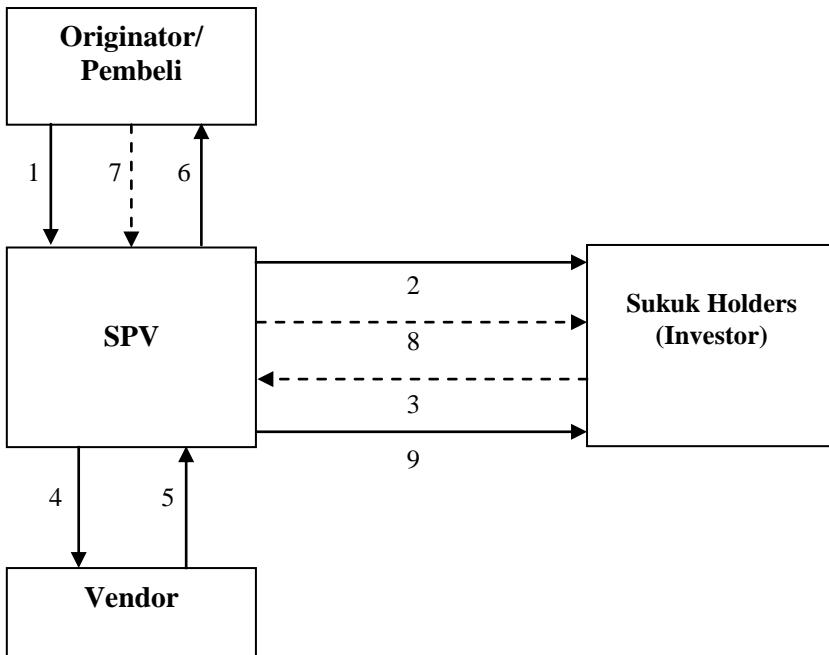
Pihak pembeli akhir (end user) akan membayar kepada *borrower*, kemudian *borrower* membayarkannya kepada SPV. Keuntungan yang didapat SPV akan didistribusikan kepada investor secara proporsional sesuai nisbah pembagian margin keuntungan yang disepakati saat akad jual beli sukuk.<sup>78</sup>

Jika pembeli aset menjual asetnya itu sebelum masa angsuran kepada pihak SPV berakhir, maka ia tidak wajib melunasi seluruh angsurannya kepada pihak SPV dan pihak SPV juga harus segera membayarkrn bagian keuntungan investor dan pokok sukuk murabahah. Di sisi lain, jika penjualan aset oleh pembeli aset dalam sukuk murabahah menyebabkan kerugian, ia tetap harus menyelesaikan utangnya kepada pihak SPV dan tidak boleh meminta kerugian tersebut diperhitungkan. Namun, ketentuan penjualan aset itu tidak berlaku jika aset dalam status dijaminkan kepada pihak SPV. Bentuk kontrak sukuk murabahah sebagaimana ilustrasi dari di bawah ini:

---

<sup>78</sup> Muhammad Nafik HR, *Bursa Efek dan Investasi Syari'ah*, 308-309

Gambar 3.4  
Struktur Sukuk Mudharabah



Keterangan gambar:

1. Originator sebagai calon pembeli suatu barang membuat persetujuan dengan SPV untuk membeli barang tertentu dengan menggunakan kontrak murabahah.
2. Berdasarkan persetujuan tersebut SPV mengeluarkan sertifikat sukuk murabahah dan menjualnya kepada investor.
3. Investor menyerahkan uang kepada SPV sesuai nilai harga sukuk murabahah.

4. SPV membeli barang yang dimaksudkan oleh pembeli dengan menyerahkan uang tunai sejumlah harga barang.
5. Penjual menyerahkan barang kepada SPV.
6. SPV menyerahkan barang kepada pembeli dan SPV membuat kontrak sewa dengan pembeli (aqad ijarah muntahiya bittamlik).
7. Pembeli membayar harga secara angsuran beserta jumlah kadar sewa barang tertentu.
8. SPV membayar sewa kepada investor sesuai kesepakatan pada masa sertifikat sukuk matang,
9. SPV menebus sukuk dari sukuk holders.

**e. Struktur Sukuk Istishna**

Kontrak Istishna menurut mayoritas pendapat ulama hukumnya adalah seperti jual beli as-Salm, dilihat dari syarat-syarat atau komitmen dari perjanjian. Menurut Abu Hanifah berkaitan dengan kontrak istishna :

1. Pemesanan adalah perjanjian non permanen sebelum kepentingan kedua belah pihak (pemesan dan pembuat) terlaksana, tanpa perlu diperselisihkan. Jadi masing-masing di antara

kedua belah pihak mempunyai hak pilih untuk membatalkan perjanjian sebelum itu.

2. Jika pihak pembuat telah selesai mengerjakan barang pesanan, ia tetap memiliki hak pilih sebelum hasil buaatannya itu dilihat oleh pemesan. Bahkan ia boleh menjualnya kepada siapa saja yang dia kehendaki. Namun jika pihak pembuat telah berhasil membuat pesanan sesuai dengan kriteria yang diminta lalu pihak pemesan melihatnya, pihak pembuat sudah tidak memiliki pilihan lain. Hak pilih tinggal dimiliki oleh pihak pemesan. Dalam hal pihak pemesan setuju, pihak pemesan bisa membelinya, dan kalau tidak, pihak pemesan bisa membatalkannya. Karena kedudukannya seperti menjual barang yang tidak tampak. Menurut Abu Yusuf dalam pemesanan sama sekali tidak ada hak pilih. Karena pemesanan itu adalah menjual barang yang tidak hadir namun dalam kepemilikan, seperti jual beli *as-salm*.<sup>79</sup>

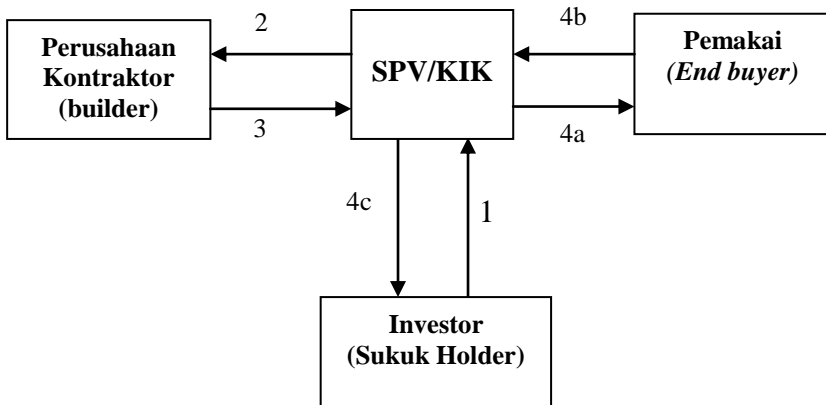
Berdasarkan UU No 19 tahun 2008 tentang SBSN, sukuk dapat diterbitkan berdasarkan akad istishna, yang dalam pasal 1 Istishna didefinisikan

---

<sup>79</sup> Wahbah Zuhayli, *Fiqh al-Islam*, 501

sebagai berikut: “Istishna adalah akad jual beli aset berupa obyek pembiayaan antara para pihak di mana spesifikasi, cara dan jangka waktu penyerahan, serta harga aset tersebut ditentukan berdasarkan kesepakatan para pihak. Sukuk Istishna adalah sertifikat yang menyatakan nilai yang sama yang diterbitkan dengan tujuan untuk mendanai pembuatan suatu produk sehingga produk tersebut menjadi milik pemegang sertifikat. Ilustrasi stuktur investasi sukuk istishna dapat diungkapkan pada gambar di bawah ini:

Gambar 3.6  
Struktur Sukuk Istishna



Gambar 3.6: Struktur Sukuk Istishna

Sumber: Muhammad Nafik HR.

Bursa Efek dan Investasi Syari'ah., 318

Keterangan Gambar 3.6:

1. Membeli sukuk Istishna
2. Memproses sukuk Istishna
3. Hak atas asset
- 4a. Jual/sewa
- 4b. Proses penjualan/pembayaran sewa
- 4c. Pendapatan margin/*fee* sewa

Sukuk istishna dapat berawal dari pihak yang membutuhkan aset, sedangkan aset yang dibutuhkan itu harus dibuat oleh produsen atau kontraktor (*builder*) sesuai dengan spesifikasi yang dibutuhkan pemakai (*end user*). Sukuk istishna lebih sesuai untuk industri properti dan infrastruktur. Untuk memproduksi aset tersebut produsen membutuhkan dana yang umumnya dibayarkan secara periodik sesuai dengan penyelesaian pekerjaan (*pertermin*). Produsen menerbitkan sukuk untuk membiayai proyek tersebut. Basis pendapatannya adalah margin keuntungan dari penjualan aset atau margin pendapatan dari penyewaan aset.

Dengan atau tanpa keterlibatan SPV, produsen menerbitkan sukuk (pada struktur di atas produsen melibatkan SPV), kemudian menjualnya kepada investor (*sukuk holder*). Para pembeli sukuk istishna 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. Apabila basis pendapatannya adalah pendapatan sewa maka sukuknya bukan sukuk istishna, melainkan sukuk ijarah.<sup>80</sup>

Dana yang telah terkumpul dari penjualan sertifikat sukuk istishna kemudian diproses oleh SPV untuk memesan dan membeli aset kepada produsen. Pembayaran proyeknya dapat dibayarkan secara kontan setelah aset selesai diproduksi atau dibayarkan pertermin sesuai dengan penyelesaian produksinya dan disepakati di awal akad. Aset yang telah selesai diproduksi akan diterima oleh penerbit sukuk istishna-pihak SPV-kemudian dijual kepada pembeli berikutnya atau end user dengan margin keuntungan tertentu. Keuntungan yang diperoleh akan didistribusikan kepada para investor secara proporsional sesuai dengan nisbah yang disepakati dalam akad sukuk istishna.

## **B. Sukuk Sebagai Model Pembiayaan Korporasi.**

Salah satu bentuk instrumen keuangan *shari'ah* yang telah banyak diterbitkan baik oleh korporasi maupun negara adalah sukuk. Di beberapa negara, sukuk telah menjadi instrumen pembiayaan anggaran negara yang penting. Pada saat

---

<sup>80</sup> Muhammad Nafik HR. *Bursa Efek dan Investasi Syari'ah*, 318

ini, beberapa negara telah menjadi *regular issuer* dari sukuk, misalnya Malaysia, Bahrain, Brunei Darussalam, Uni Emirate Arab, Qatar, Pakistan, dan State of Saxony Anhalt – Jerman. Penerbitan *sovereign sukuk* biasanya ditujukan untuk keperluan pembiayaan negara secara umum (*general funding*) atau untuk pembiayaan proyek-proyek tertentu, misalnya pembangunan bendungan, unit pembangkit listrik, pelabuhan, bandar udara, rumah sakit, dan jalan tol. Selain itu, sukuk juga dapat digunakan untuk keperluan pembiayaan *cash-mismatch*, yaitu dengan menggunakan sukuk dengan jangka waktu pendek (*Islamic Treasury Bills*) yang juga dapat digunakan sebagai instrumen pasar uang.

Istilah sukuk berasal dari bentuk jamak dari bahasa Arab ‘*ṣak*’ atau sertifikat. Secara singkat *The Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI), 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 investasi tertentu. Sukuk pada prinsipnya mirip seperti obligasi konvensional, dengan perbedaan pokok antara lain berupa penggunaan konsep imbalan dan bagi hasil sebagai pengganti bunga, adanya suatu transaksi pendukung (*underlying transaction*) berupa sejumlah aset tertentu yang menjadi dasar penerbitan sukuk, dan adanya aqad atau perjanjian antara para pihak yang disusun berdasarkan prinsip-prinsip syariah. Selain itu, sukuk juga harus distruktur secara *sharī’ah* agar instrumen

keuangan ini aman dan terbebas dari *ribā*, *gharār* dan *maysîr*, *subḥat* dan *ḥarām*.<sup>81</sup>

Sukuk secara operasional dalam kegiatan dunia bisnis mempunyai berbagai karakteristik di bawah ini:

- a. Merupakan bukti kepemilikan suatu aset berwujud atau hak manfaat (*beneficial title*);
- b. Pendapatan berupa imbalan (kupon), marjin, dan bagi hasil, sesuai jenis aqad yang digunakan;
- c. Terbebas dari unsur *riba*, *gharar* dan *maysîr*; subhat dan haram,
- d. Penerbitannya melalui *special purpose vehicle* (SPV);
- e. Memerlukan *underlying asset*.
- f. Penggunaan *proceeds* harus sesuai prinsip syariah.

Dengan melihat kondisi tersebut sukuk memiliki potensi besar, dapat menjadi alternatif pendanaan untuk pembangunan infrastruktur yang menarik. sukuk telah memiliki legitimasi yang kuat secara syariah di Indonesia dan juga telah disetujui oleh Bapepam. Menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) MUI No: 32/DSN-MUI/IX/2002, sukuk adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip shari'ah yang dikeluarkan perusahaan (emiten) kepada pemegang sukuk yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi shari'ah berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

---

<sup>81</sup> <http://funtastic4thfloor.blogspot.com/2013/01/mengenal-sukuk-instrumen-investasi-dan.html>

Pada tahap awalnya sukuk dikenal juga sebagai Muqarada Bond, diajukan sebagai alternatif pengganti obligasi dengan komponen bunga (interest-bearing bonds). Muqarada adalah sinonim dengan Qirad yang juga sama dengan Mudharabah sebagai investasi dengan bagi hasil (profit-loss sharing). Instrumen keuangan ini secara internasional mendapatkan pengesahan halal dari OIC Academy (Lembaga Kajian Fiqh negara OKI)<sup>82</sup>.

Melalui fatwa tersebut, DSN sebenarnya mengkategorikan tiga jenis pemberian keuntungan kepada investor pemegang obligasi shari'ah. Yaitu, pertama adalah berupa bagi hasil kepada pemegang obligasi muḍarabah atau musharakah. Kedua, keuntungan berupa margin bagi pemegang obligasi murabahah, salam atau istiṣna'. Dan ketiga, berupa fee (sewa) dari aset yang disewakan untuk pemegang obligasi dengan akad ijārah. Pada prinsipnya, semua obligasi shari'ah adalah surat berharga bukti investasi jangka panjang yang dikembangkan dengan mengacu pada prinsip mu'āmalah Islami. Namun yang membedakan obligasi syariah tersebut adalah akad dan transaksinya.

Operasionalisasi sukuk melalui proses, struktur dan sasaran yang bersifat generik dan akan ada perbedaan di dalamnya, tergantung kepada tipe instrumen dasar yang digunakan untuk mendapatkan aset. Proses menyusun sukuk melibatkan beberapa langkah berikut:

---

<sup>82</sup><http://konsultasimuamalat.me/2008/03/11/obligasi-syariah-sukuk-untuk-pembiayaan-infrastruktur-tantangan-dan-inisiatif-strategis/>

- a. Langkah pertama: Sebuah aset diidentifikasi, yang sebelumnya dikuasai oleh entitas yang berniat memobilisasi sumber daya dan mendapatkan dana.
- b. Langkah kedua: Aset dasar dibawa ke sisi aset SPV (Special Purpose Vehicle) dengan menerbitkan sertifikat partisipasi atau sukuk pada sisi liabilitasnya terhadap investor dalam jumlah yang setara dengan harga beli.
- c. Langkah ketiga: SPV tersebut menjual atau menyewakan kembali aset tersebut kepada lessee afiliasi penjual, atau langsung kembali kepada penjual itu sendiri sebagai kompensasi pembayaran di masa depan atau pembayaran sewa periodik.
- d. Langkah keempat: Sebagai upaya menjadikan sertifikat tersebut sebagai bentuk investasi dan untuk meningkatkan market abilitasnya, bank investasi juga memberikan semacam bentuk jaminan.
- e. Langkah kelima: selama masa aktif sukuk, pembayaran periodik dilakukan oleh si penerima manfaat dari aset tersebut, yaitu penyewa, yang kemudian ditransfer kepada investor.
- f. Langkah Keenam: Pada saat jatuh tempo, atau pada saat penutupan, SPV mulai diakhiri, pertama dengan menjual aset tersebut kepada penjual/pemilik asli dengan harga yang telah ditentukan dan kemudian membayar kembali kepada pemegang sertifikat atau investor.

Investasi bisnis Sukuk mempunyai berbagai kelebihan bila dibandingkan dengan pembiayaan syariah yang lain, kelebihan dalam berinvestasi tersebut dalam struktur bisnis sebagai berikut<sup>83</sup>:

- a. Memberikan penghasilan berupa imbalan atau nisbah bagi hasil yang kompetitif dibandingkan dengan instrumen keuangan lain.
- b. Pembayaran Imbalan dan Nilai Nominal sampai dengan sukuk maturity
- c. Jatuh tempo dijamin oleh Pemerintah.
- d. Dapat diperjual-belikan di pasar sekunder.
- e. Memungkinkan diperolehnya tambahan penghasilan berupa margin (capital gain).
- f. Aman dan terbebas dari riba (usury), gharar (uncertainty), dan maysir (gambling).
- g. Berinvestasi sambil mengikuti dan melaksanakan shari'ah.

Sukuk dalam investasi bisnis merupakan pembiayaan yang memberikan peluang dan kemajuan usaha dan mendorong kompetitif bisnis. Ismail Nawawi menjelaskan secara terperinci tentang sasaran di bawah ini<sup>84</sup>.

---

<sup>83</sup> Nazaruddin Abdul Wahid, *Sukuk; Memahami dan Membenah Obligasi Pada Perbankan Syari'ah*, (Yogyakarta: Ar-Ruz Media, 2010), 192-211

<sup>84</sup> Ismail Nawawi, *Isu Nalar Ekonomi Islam..*, 1456

- a. Memperluas basis sumber pembiayaan anggaran negara;
- b. Mendorong pengembangan pasar keuangan shari'ah.;
- c. Menciptakan benchmark di pasar keuangan shari'ah.;
- d. Diversifikasi basis investor;
- e. Mengembangkan alternatif instrumen investasi;
- f. Mengoptimalkan pemanfaatan Barang Milik Negara; dan
- g. Nemanfaatkan dana-dana masyarakat yang belum terjaring oleh sistem perbankan konvensional

Berbagai jenis struktur sukuk yang dikenal secara internasional dan telah mendapatkan *endorsement* dari *The Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) antara lain:<sup>85</sup>

- a. Sukuk Ijārah, 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 lain berdasarkan harga dan periode yang disepakati, tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan aset itu sendiri. Sukuk Ijarah dibedakan menjadi Ijarah Al Muntahiyah Bittamlik (Sale and Lease Back) dan Ijarah Headlease and Sublease.
- b. Sukuk Muḍarabah, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad Mudharabah di mana satu pihak menyediakan modal (rab al-māl) dan pihak

---

<sup>85</sup> Muhammad Nafik H.R., *Bursa Efek & Investasi Syari'ah...*, 252-255

lain menyediakan tenaga dan keahlian (muḍarib), keuntungan dari kerjasama tersebut akan dibagi berdasarkan perbandingan yang telah disetujui sebelumnya. Kerugian yang timbul akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak yang menjadi penyedia modal.

- c. Sukuk Musharakah, 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.
- d. Sukuk Istiṣna', yaitu Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad istiṣna' 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.

Di dalam negeri sendiri, pasar keuangan sharīah, termasuk pasar sukuk juga tumbuh secara cepat, meskipun proporsinya dibandingkan pasar konvensional masih relatif sangat kecil. Untuk keperluan pengembangan basis sumber pembiayaan anggaran negara dan dalam rangka pengembangan pasar keuangan syariah dalam negeri, Pemerintah telah menyusun RUU tentang Surat Berharga Syariah Negara



(SBSN). UU SBSN tersebut akan menjadi *legal basis* bagi penerbitan dan pengelolaan Sukuk Negara atau SBSN.<sup>86</sup>

Perkembangan penggunaan sukuk sebenarnya telah dimulai pada tingkat korporasi dan perbankan syariah di Indonesia. Namun demikian, pengembangan instrumen pasar keuangan yang efisien akan juga ditentukan oleh keberadaan instrumen keuangan pemerintah. Secara domestik, keberadaan instrumen keuangan shari'ah yang diterbitkan oleh pemerintah dapat digunakan sebagai sumber pendanaan dalam negeri dan kemungkinan penggunaan instrumen tersebut sebagai piranti moneter. Secara internasional, penerbitan instrumen keuangan shari'ah oleh pemerintah dapat berfungsi sebagai *benchmark* bagi investor sehingga *pricing* dapat terbentuk secara efisien. Namun demikian, lingkungan pendukung, terutama perangkat hukum yang operasional pada saat ini belum memungkinkan pemerintah untuk menerbitkan instrumen sukuk.

Dalam rangka mengembangkan sukuk sebagai alternatif pendanaan infrastruktur masih ada beberapa tantangan strategis yang perlu segera diselesaikan:

- a. Keterbatasan regulasi dimana: 1) belum ada peraturan yang memadai sebagai dasar kepastian hukum untuk

---

<sup>86</sup>Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang–Depkeu, *Mengenal Sukuk Sebagai Instrumen Investasi dan Pembiayaan Berbasis Syari'ah*”, dalam <http://pengelolaankeuangan.wordpress.com/2008/12/08/mengenal-sukuk-instrumen-investasi-dan-pembiayaan-berbasis-syariah/>. (7 Januari 2014)

obligasi shari'ah; b) UU SUN yang ada belum mengakomodasi penerbitan obligasi shari'ah pemerintah; c) tidak ada kepercayaan hukum (*trust laws*) seperti halnya preseden yang dibutuhkan oleh penerbitan obligasi shari'ah pemerintah di negara-negara yang lain; dan d) definisi efek "*equity*" dan "*bonds*" tidak lagi mencukupi untuk dapat mengakomodasi berbagai peluang pengembangan skema obligasi syariah yang memiliki keragaman kontrak/akad.

Undang-undang yang berlaku seperti UU No.24/2002 tentang Surat Utang Negara dan UU No.1/2004 tentang Perbendaharaan Negara tidak memungkinkan untuk mendukung penerbitan sukuk. Dalam UU No.24/2002 terdapat permasalahan yang sangat mendasar dimana definisi utang yang tidak dikenal dalam syariah serta tingkat suku bunga sebagai *reference rate*. Kendala dalam UU No.1/2004 yaitu berkaitan dengan kebutuhan untuk penjualan dan *lease back* aset negara dalam setiap penerbitan dan pembentukan SPV (*Special Purpose Vehicle*), serta status hukum SPV dan organisasinya. Selain itu penerbitan sukuk harus memiliki tujuan yang jelas seperti pembiayaan proyek baik yang bersifat *currently tangible* maupun *futurely tangible*. Kondisi saat ini belum mengakomodasi tatacara penerbitan *revenue bonds* yang karakteristik operasionalnya mirip dengan sukuk dan belum tercakup dalam UU.No.24/2002.

- b. Aspek operasional: 1) belum ada standar baku untuk operasional dan ketentuan akuntansinya, hal ini tentu

menyebabkan kegamangan praktisi untuk mendukung pengembangan instrumen yang relatif baru ini; selain itu 2) ketentuan fiqh versus hukum formal yang seringkali sering tidak sejalan.

- c. Aspek pajak dimana aturan perpajakan atas transaksi keuangan syariah masih belum mendapatkan kepastian.
- d. Kebanyakan produk keuangan syariah yang berkembang saat ini kebanyakan berbasis hutang (*debt-based*) atau lebih menyukai yang berbasis hutang (*debt-likely*), sementara *genuine* keuangan syariah adalah condong untuk mengembangkan *profit-loss sharing*.

Untuk menjawab tantangan itu ada beberapa inisiatif strategis yang perlu segera dijalankan dalam upaya mengoptimalkan peluang pengembangan instrumen obligasi shari'ah ini:

- a. Kemauan dan keberanian kebijakan yang lebih mendukung pengembangan instrumen ini. Disamping itu yang mendesak adalah bagaimana melengkapi regulasi untuk memberi kepastian hukum. Untuk itu pemerintah perlu segera menginkorporasi syarat legalisasi langkah-langkah dalam proses penerbitan sukuk dalam proses revisi UU No.24/2002 dan 1/2004 yang direncanakan untuk diselesaikan draft-nya pada pertengahan tahun 2006.
- b. Pemerintah perlu segera mendorong terbentuknya lembaga SPV milik negara sebagai lembaga pengelola

aset yang dapat digunakan sebagai media penerbitan sukuk. Sehubungan dengan upaya penerbitan sukuk, pembentukan SPV sebaiknya dilakukan berdasarkan perintah UU yang mengatur penerbitan dan pengadministrasian Surat Utang Negara.

- c. Pemerintah dapat pula memberikan peluang kepada BUMN untuk dapat menawarkan investasi secara langsung baik melalui penerbitan sukuk maupun project financing secara syariah atas proyek-proyek infrastruktur yang direncanakan. Berikutnya setelah kelengkapan terpenuhi, dalam rangka pembangunan infrastruktur, pemerintah perlu merealisasikan penerbitan obligasi syariah pemerintah (lokal dan internasional), selain itu korporasi BUMN terutama BUMN infrastruktur perlu segera merespon peluang tersebut. Pemerintah, korporasi BUMN dan juga Swasta perlu menyadari potensi industri keuangan syariah (terutama global) yang sedang bertumbuh sangat cepat dan sedang kelebihan likuiditas sekarang ini.
- d. Dalam hal aspek perpajakan dibutuhkan kebijakan yang jelas dan mendukung, dan juga insentif yang memadai. Securities Commission Malaysia misalnya, memberikan insentif pajak yang menarik untuk penerbitan obligasi syariah. Dimana, biaya yang dikeluarkan terkait emisi obligasi syariah menjadi pengurang pajak. Begitu juga dengan pendapatan dari obligasi shari'ah bebas pajak. Belum lagi pembayaran zakat untuk obligasi syariah juga

dihitung sebagai pengurang pajak. Hal ini menjadikan sukuk Malaysia sangat diminati investor internasional.

- e. Berikutnya, dukungan berbagai kalangan sangat dibutuhkan dalam pengembangan dan inovasi struktur investasi syariah yang lebih beragam, terutama kearah income sharing sebagai genuine keuangan syariah

Instrumen dan sistem keuangan shari'ah telah berkembang dengan pesat, baik dalam skala domestik maupun global. Sebagian besar sumber dana dan pasar keuangan syariah masih dikuasai oleh Timur Tengah. Saat ini terdapat sumber dana floating di pasar Timur Tengah yang dapat dimanfaatkan, besarnya (secara unofficial) berkisar antara US\$800 – 1.000 miliar USD. Dari dana parkir tersebut, pasar Malaysia telah dapat memanfaatkan dana investasi sebesar US\$40 miliar dalam beberapa tahun terakhir.

Dengan melihat potensi tersebut, inovasi dan terobosan yang dilakukan oleh PLN, perlu diikuti oleh BUMN yang lain dan juga oleh Pemerintah setelah menyadari bahwa salah satu masalah utama dalam pembangunan ekonomi di Indonesia adalah persoalan pembiayaan infrastruktur dan dana obligasi syariah merupakan alternatif pendanaan yang menjanjikan.

Sukuk merupakan instrumen investasi yang memberikan peluang bagi investor muslim maupun non muslim untuk berinvestasi di Indonesia. Sehingga sukuk dapat dimanfaatkan untuk membangun perekonomian bangsa dan menciptakan

kesejahteraan masyarakat. Fakta menunjukkan selama ini pasar sangat responsif terhadap penerbitan sukuk. Hampir semua sukuk yang diterbitkan diserap habis oleh pasar, bahkan pada beberapa kasus menimbulkan kelebihan permintaan.

### C. Perbedaan Sukuk dengan Obligasi

Sukuk dan obligasi merupakan instrumen atau produk di pasar modal. Jika ditelaah lebih lanjut, kedua instrumen tersebut setidaknya memiliki beberapa perbedaan dari aspek prinsip dasar, klaim, penggunaan dana hasil emisi, jenis penghasilan yang dijanjikan, dan underlying asset-nya. Dalam tabel. 2.1 diuraikan mengenai perbedaan sukuk dan obligasi serta saham.

Tabel 2.1  
Perbedaan Sukuk dan Obligasi<sup>87</sup>

<b>Deskripsi</b>	<b>Sukuk</b>	<b>Obligasi</b>	<b>Saham</b>
<b>Prinsip Dasar</b>	Bukan merupakan surat utang, melainkan kepemilikan bersama atas suatu aset/proyek	Surat pernyataan utang dari Issuer	Kepemilikan saham dalam perusahaan

<sup>87</sup> Departemen Republik Indonesia Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, *Pengembangan Produk Syari'ah di Pasar Modal*, (Jakarta: Departemen Keuangan RI,2009),14

<b>Klaim</b>	Klaim kepemilikan didasarkan pada aset/proyek yang spesifik	Emiten menyatakan sebagai pihak peminjam	Menyatakan kepemilikan terhadap perusahaan
<b>Penggunaan Dana</b>	Harus digunakan untuk kegiatan usaha yang halal	Dapat digunakan untuk apa saja	Dapat digunakan untuk apa saja
<b>Jenis Penghasilan</b>	Imbalan, bagi hasil, margin, capital gain	Bunga/kupon, capital gain	Dividen / capital gain
<b>Underlying Asset</b>	Perlu	Tidak Perlu	Tidak Perlu
<b>Syariah Endorsement</b>	Perlu	Tidak Perlu	Tidak Perlu

Dari tabel tersebut dapat disimpulkan bahwa obligasi syariah atau sukuk merupakan bukti kepemilikan atau bukti kerjasama yang memiliki pengertian lebih luas dan lebih beragam daripada sekedar surat pengakuan utang (obligasi), tergantung dari perjanjian (akad) yang digunakan pada penerbitan sukuk tersebut. Selain itu, berbeda dengan obligasi, dalam setiap penerbitan sukuk wajib ada aset yang mendasari (underlying asset).

**BAB IV**

**KONSTRUK TRANSAKSI INVESTASI SUKUK DI  
PASAR MODAL DALAM RERANGKA  
*FIQH MU'ĀMALAH***

**A. Transaksi Dalam Investasi Bisnis Islam**

Berbagai determinan sistem transaksksi dalam investasi sukuk di pasar modal secara operasional dalam pembiayaan korporasi ditemukan oleh peneliti dari berbagai literatur dan pendapat para pakar dan ahli. Dalam aspek hukum bisnis Islam, operasional transaksksi investasi bisnis sukuk di pasar modal ada berbagai ketentuan, baik ketentuan sebelum melakukan transaksi (syarat akad) maupun ketentuan dalam pelaksanaan bisnis (rukun akad), yang keduanya disebut dengan syarat dan rukun dalam bisnis pada umumnya, dan dapat diimplemntasikan pada transaksksi investasi bisnis sukuk di Pasar Modal Indonesia

**1. Ketentuan Sebelum Pelaksanaan Transaksi Investasi dalam Bisnis Sukuk di Pasar Modal.**

Transaksksi atau akad investasi dalam bisnis sukuk di pasar modal menuntut adanya akad yang sesuai dengan bentuk sukuk yang ada pada Bursa Efek Indonesia (BEI). Ketentuan sebelum melakukan transaksi (akad) disebut



“*sharat*”. Menurut Zuhaily,<sup>88</sup> *sharat* yang ada dalam akad (transaksi bisnis dalam investasi sukuk di pasar modal Indonesia) dapat dikategorikan menjadi syarat sah (*ṣaḥīḥ*), rusak (*fasid*) dan syarat yang batal (*baṭīl*) dengan penjelasan masing-masing sebagai berikut di bawah ini.

- a. Ketentuan pembentukan prasyarat yang benar (*sharat ṣaḥīḥ*). Merupakan ketentuan dalam bisnis yang sesuai dengan substansi atau tujuan akad, yang mendukung dan memperkuat substansi akad bisnis dan dibenarkan oleh *sharī’ah* serta sesuai dengan kebiasaan masyarakat (*‘urf*). Sebuah ilustrasi dalam bisnis sistem perbankan *sharī’ah* atau jual beli pada umumnya, terdapat harga barang yang diajukan oleh penjual, adanya hak pilih (*khiyar*), dan syarat sesuai dengan kebiasaan (*‘urf*) serta adanya garansi.
- b. Ketentuan bisnis yang cacat (*sharat fasid*) adalah ketentuan yang tidak sesuai dengan salah satu kriteria yang ada dalam *sharat ṣaḥīḥ*, misalnya membeli mobil dengan uji coba terlebih dahulu selama satu tahun.
- c. Ketentuan pembentukan prasyarat yang tidak sesuai dengan ketentuan (*sharat baṭīl*) merupakan ketentuan yang tidak mempunyai kriteria *sharat*

---

<sup>88</sup> Wahbah Zuhayli, *Al-Fiqh Islāmy wa Adilatuhu*, Juz IV, (Beirut ; Dār al Fikr, 1989), 203-205

*ṣahih* dan tidak memberi nilai manfaat bagi salah satu pihak atau lainnya, akan tetapi justru menimbulkan dampak negatif. Misalnya penjual mobil mensyaratkan pembeli tidak boleh mengendarai mobil yang telah dibelinya.

Ketentuan atau syarat pembentukan akad (transaksi investasi bisnis sukuk di pasar modal Indonesia) di bedakan menjadi syarat terjadinya akad, syarat syahnya akad, syarat pelaksanaan akad dan syarat kepastian hukum. Masing-masing dijelaskan sebagai berikut:<sup>89</sup>

- a. Syarat terjadinya akad, merupakan segala sesuatu yang dipersyaratkan untuk terjadinya akad secara *sharī'ah*, jika tidak memenuhi syarat tersebut maka akadnya menjadi batal. Syarat ini dibagi menjadi dua, yaitu:
  - 1) Syarat umum adalah syarat yang harus ada pada setiap akad. Syarat tersebut dijelaskan sebagai berikut: (1) Kedua orang yang melakukan akad antara nasabah atau investor dengan pihak Pasar Modal harus cakap bertindak hukum (*ahliyyah*). Tidak sah orang yang berakad tidak cakap bertindak hukum,

---

<sup>89</sup> Abī Muhammad Abdullah, *Mughni' al-Muhtaj*, Vol. 2, (Bairut: Dār al-Fikr, tt), 168

seperti orang gila, orang dibawah pengampunan (*mahjur*) karena boros dan lainnya. (2) Yang dijadikan obyek akad menerima sesuai dengan ketentuan hukum *sharî'ah*. (3) Akad tersebut diijinkan oleh *sharî'at*, dilakukan oleh orang yang mempunyai hak melakukan (investor), walaupun dia bukan *'aqid* yang memiliki barang atau atas dasar perwakilan (wakalah).

- 2) Syarat khusus adalah akad yang harus ada pada sebagian akad yang dilakukan oleh investor dan pihak Pasar Modal dan tidak di-*sharî'at*-kan pada bagian lain. Syarat khusus ini bisa disebut syarat tambahan (*idafi*) yang harus ada disambung syarat-syarat umum, seperti adanya saksi dalam pernikahan.
- b. Syarat Sahnya akad dalam bisnis. Syarat sahnya akad adalah segala sesuatu yang disyaratkan *sharî'at* untuk menjamin dampak keabsahan akad. Jika tidak terpenuhi maka rusak akadnya. Ibnu Abidin<sup>90</sup> mengemukakan adanya kekhususan syarat akad setiap terjadinya akad. Hal tersebut sesuai dengan pendapat Ulama' Hanafiyah mensyaratkan terhindarnya seorang dari enam kecacatan dalam jual-beli, yaitu: kabodohan, kepaksaan, pembatasan

---

<sup>90</sup>Muhammad Ibnu Rusyd al-Qurṭubi, *Bidāyatu al-Mujtahid Wanihāyatu al-Muqtaṣid*, Vol 2, (Bairut: Dār al-Fikr, 1995), 302

waktu, perkiraan, ada unsur kemadharatan, dan syarat-syarat jual beli yang rusak (*fasid*).

- c. Syarat Pelaksanaan Akad. Pelaksanaan akad dalam bisnis ada dua syarat, yaitu pemilikan dan kekuasaan. Pemilikan adalah sesuatu yang dimiliki oleh seseorang/nasabah, sehingga ia bebas dengan apa yang ia miliki, sesuai dengan aturan *sharî'at*. Sedangkan kekuasaan adalah kemampuan seseorang/nasabah dalam *bertaşarruf*, sesuai dengan ketetapan *sharî'at*, baik dengan ketetapan asli yang dilakukan oleh dirinya, maupun sebagai pengganti (mewakili seseorang). Dalam hal ini disyaratkan antara lain; a) Barang yang dijadikan obyek kata itu harus milik orang yang berakad, jika dijadikan tergantung dari izin pemilik yang asli. b) Barang yang dijadikan obyek akat tidak berkaitan dengan pemilikan orang lain.
- d. Syarat kepastian hukum. Pembentukan akad adalah kepastian. Di antara syarat *luzûm* dalam jual beli adalah terhindarnya dari beberapa khiyar dalam jual beli, seperti *khiyar sharat*, dan *khiyar 'aib*. Jika *luzûm* tampak, maka akad batal atau dikembalikan.

## 2. Ketentuan dalam pelaksanaan transaksi

Ketentuan umum dan khusus dalam pelaksanaan akad atau transaksi (rukun<sup>91</sup>) investasi bisnis sukuk di Pasar Modal menurut Shalah Ash-Shawi dan Abdulah Muslih<sup>92</sup> meliputi : Pihak-pihak transaksiator, Obyek transaksi yang terdiri dari modal, usaha dan keuntungan, dan Pernyataan akad perjanjian. Pendapat lain dikemukakan oleh Ismail Nawawi,<sup>93</sup> (transaksi investasi bisnis sukuk di pasar modal), (1) Aktor transaksi, (2) Obyek transaksi (material dan manfaat), (3) Administrasi, (4) Serah-terima. Menurut Kamal Bin Sayyid Salim<sup>94</sup> bahwa determinan jual beli berkaitan dengan (a) adanya ijab dan qabul, (2)

---

<sup>91</sup> Rukun didefinisikan sebagai segala sesuatu yang bisa digunakan untuk mengungkapkan kesepakatan atas dua kehendak atau sesuatu yang bisa disamakan dengan hal itu dari tindakan isyarat, atau korespondensi. Menurut Mazahab Hanafi rukun yang terdapat dalam *akad* hanya satu, yaitu serah terima (*Ijab qabul*), yang lainnya merupakan derivasi dari pengucapan (*sighat*), berarti *sighat* tidak akan ada jika tidak terdapat dua pihak yang bertransaksi (*aqid*) dan obyek yang ditransaksikan (*ma'qud 'alaih*). Berbeda dengan pendapat mayoritas atau jumhur ulama', rukun *akad* dijelaskan secara terperinci, yakni terdiri atas pihak-pihak yang berakad (*aqid*), obyek *akad* (*ma'qud 'alaih*) dan ungkapan (*sighat*) kebebasan orang yang berakad. Periksa Ahmad Wardi Muslich, *Fiqh Muamalah*, (Jakarta: Amzah, 2010), 113-115

<sup>92</sup> Abdullah al-Muslih dan Shalah ash-Shawi, *Fikih Ekonomi Keuangan Islam* (Terj) Abu Umar Basyir, (Jakarta: Darul Haq, 2008), 147-151

<sup>93</sup> Ismail Nawawi, *Perbankan Syariah (Isu-Isu Manajemen Fiqih Muamalah Pengkayaan Teori Menuju Praktik*, (Sidoarjo: Vivapress, 2012), 40

<sup>94</sup> Abu Malik Kamal bin As-Sayyid Salim, *Shahih Fikih Sunnah.*, (Jakarta: Pustaka Azzam, 2007), 430-431

dilakukan oleh penjual dan pembeli dengan obyek yang jelas, (3) maksud dan tujuan akad.

Dari pendapat-pendapat tersebut hampir sama ketiga ketentuan, akan tetapi Ismail Nawawi menambahkan ketentuan kepastian hukum dan administasi. Determinan dan ketentuan tersebut, dapat diuraikan dengan berbagai penjelasan di bawah ini.

**a. Aktor transkasiator.**

Aktor transkasiator atau pelaku akad (*'aqid*) adalah investor jual dan investor beli atau pihak-pihak yang bertransaksi (pihak Pasar Modal dan investor). Pengertian *'aqid* ialah orang yang berakad, terkadang masing-masing pihak terdiri dari satu orang, beberapa orang atau kelompok, badan hukum, perusahaan atau kelembagaan. Seseorang yang berakad terkadang orang yang memiliki hak (*'aqid ašli*) dan terkadang merupakan wakil dari yang memiliki hak.

Menurut Ismail Nawawi<sup>95</sup>, As-Shawi dan Abdullah Al-Muslih<sup>96</sup> pelaku transaksi dua orang atau lebih yang secara langsung terlibat dalam transaksi atau akad, kedua belah pihak dipersyaratkan harus memiliki kelayakan untuk melakukan akad sehingga perjanjian

---

<sup>95</sup> Ismail Nawawi, *Fiqh Muamalah; Hukum Ekonomi, Bisnis dan Sosial*, (Surabaya: Putra Media Nusantara, 2010), 15

<sup>96</sup> Abdullah al-Muslih dan Shalah ash-Shawi, *Fikih Ekonomi Keuangan Islam.*, 27

atau akad tersebut dianggap sah. Kelayakan terwujud dengan beberapa hal berikut:

- 1) Kemampuan membedakan yang baik dan yang buruk. Yakni apabila pihak-pihak tersebut sudah berakal lagi baligh dan tidak dalam keadaan tercekal. Orang yang tercekal karena dianggap idiot atau bangkrut total, tidak sah melakukan perjanjian.
- 2) Bebas memilih. Tidak sah akad yang dilakukan orang di bawah paksaan, kalau paksaan itu terbukti. Misalnya orang yang berhutang dan butuh pengalihan hutangnya, atau orang yang bangkrut, kemudian dipaksa untuk menjual barangnya untuk menutupi hutangnya.
- 3) Akad itu dapat dianggap berlaku bila sudah tidak memiliki hak *khiyar* (hak pilih). Seperti *khiyar sharaʿ* (hak pilih dengan menetapkan persyaratan), *khiyar ar-ru'yah* (hak pilih dalam melihat) dan sejenisnya.

Keberhasilan dalam transaksi investasi bisnis sukuk di pasar modal banyak ditentukan oleh kompetensi dan profesionalisme bisnis. Berkaitan dengan kompetensi (*ahliyyah*) dalam bisnis menurut As-Shawi dan Abdullah Al-Muslih,<sup>97</sup> menyatakan kompetensi (*ahliyyah*) dari segi bahasa adalah kelayakan (*ṣahiyyah*). Dan dalam istilah shar'i ialah: Kelayakan seseorang (individu) untuk mewajibkan dan melaksanakan kewajiban. Atau (dengan

---

<sup>97</sup> Abdullah al-Muslih dan Shalah ash-Shawi, *Fikih Ekonomi Keuangan Islam*.,37

bahasa lain): Kapabilitas individu yang menjadi sandaran tegaknya hak-hak yang disyariatkan yang wajib dia dapatkan (hak) atau yang menjadi tanggung jawab wajib atasnya (kewajiban).

Kompetensi atau kelayakan terbagi menjadi dua, yaitu (1) Kompetensi (kelayakan) yang wajib didapatkan seseorang, dan (2) kompetensi dalam melaksanakan (tanggung jawab). Kedua kompetensi tersebut mungkin sempurna dan mungkin kurang sempurna, maka berdasarkan kemungkinan ini, kompetensi menjadi empat kategori, yaitu:

- 1) Kompetensi (Kelayakan) Wajib yang Penuh. Ialah kelayakan seseorang untuk mendapatkan hak wajib untuk dirinya, dan tetapnya kewajiban-kewajiban atasnya.
- 2) Kompetensi (Kelayakan) Wajib yang Tidak Penuh. Ialah kelayakan seseorang untuk mendapatkan hak wajib saja. Artinya, tanpa harus mengemban suatu kewajiban apapun, dan kelayakan ini *ṭabit* (tetap) bagi janin (dalam perut ibunya), di mana dimulai sejak dia masih berupa segumpal darah sampai dia lahir. Janin dalam tahapan ini memiliki perjanjian yang membenarkan bahwa dia berhak mendapatkan hak-hak, seperti: memerdekakan, mendapat warisan, mendapat wasiat, dan nasab, akan tetapi dia sama sekali tidak menanggung kewajiban apapun. Dan *'ilat* (sandaran) kelayakan yang wajib, yang



penuh dan kurang (yang didapatkannya), adalah perjanjian(nya) dengan Allah ketika masih menjadi janin.

- 3) Kompetensi (kelayakan) Pelaksanaan Penuh. Kompetensi pelaksanaan yang penuh adalah kompetensi dalam berinteraksi dan bertindak. Ini adalah kelayakan seseorang karena lahirnya tindakan-tindakan pekerjaan sebagaimana bentuk yang dituntut darinya secara shar'i, yang bersandarkan kepada daya akal dan jasmaniah, dan itu bisa terwujud dengan kesadaran yang baik; yaitu balîgh, berakal sehat, dan tidak ada penghalang. Dan kompetensi inilah yang merupakan sandaran dibebankannya hukum shar'i pada seseorang (manaṭ at-taklîf).
- 4) Kompetensi (kelayakan) Pelaksanaan Tidak Penuh. Ialah kelayakan seseorang untuk melakukan sebagian perbuatan dan tindakan, dan meninggalkan sebagian yang lain. Sandaran kompetensi ini adalah tamyîz (berumur cukup tetapi belum mencapai balîgh) hingga mencapai baligh; dan mayoritas ulama berpendapat bahwa umur anak yang mumayyiz adalah sekitar tujuh tahun. Sebagaimana sabda Nabi "Perintahkanlah anak-anakmu untuk shalat bila mencapai umur tujuh tahun.

Berbagai peristilahan kompetensi dalam berbisnis yang harus diketahui dan dipahami oleh pebisnis, sebagai berikut.

- 1) Kehormatan dasar (*zimmah*). *zimmah*, secara bahasa dalam bahasa Arab artinya adalah al-‘ahdu (perjanjian). Secara terminologis artinya adalah satu karakter pada diri seseorang yang menyebabkan dirinya berkemampuan untuk membebani atau terbenani hukum yang dibangun berdasarkan perjanjian yang terjadi antara Allah dengan para hambaNya ketika masih berada dalam perut ibunya. Kehormatan asasi ini juga yang menjadi barometer tanggung jawab melaksanakan kewajiban sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya. Hak ini sudah ada pada diri manusia semenjak ia masih berupa janin di perut ibunya hingga ia berjumpa dengan Allah.<sup>98</sup>
- 2) Pemikiran (Akal). Adalah sifat yang membuat seseorang layak (mampu) memahami pembicaraan. Perbedaan antara akal dengan kehormatan dasar adalah bahwa kehormatan dasar manusia hanya menjadikan dirinya berkemampuan membebani dan dibebani hukum. Sementara akal membuat **manusia mampu** memahami ucapan. Kalau kehormatan dasar manusia saja sudah menciptakan kelayakan bagi dirinya untuk melaksanakan kewajiban, maka akal menjadi barometer kelayakan dalam menyempurnakan pelaksanaan kewajiban. Kompetensi ini memungkinkan dirinya untuk memahami ucapan. Itulah arti bahwa akal menjadi syarat dari kelayakan melaksanakan kewajiban, sehingga

---

<sup>98</sup> Wahbah al-Zuhayli, *al-Fiqh al-Islamiy wa Adillatuhu*, Jilid IV.,116-118

terlaksananya kewajiban itu amat tergantung kemampuan akal.<sup>99</sup>

- 3) Pembebanan hukum (Taklîf). Pengertian taklîf *secara* bahasa adalah perintah melakukan hal yang berat. Secara terminologis dalam ilmu fikih, artinya adalah pembebanan hal yang merupakan tugas. Bisa juga dikatakan, ucapan yang mengandung perintah dan larangan. Barometer dari munculnya at-taklîf adalah kondisi akal sehat dan baligh. Kalau seseorang sudah berakal sehat dan baligh, ia sudah berhak mendapatkan beban taklîf. Tidak dipersyaratkan ia harus mencapai masa baligh sempurna seperti halnya persyaratan dalam kelayakan penuh dalam melaksanakan kewajiban. Barangsiapa yang sudah memiliki dasar kemampuan nalar yang bisa digunakan memahami ucapan, berarti ia sudah mencapai batas mendapatkan pembebanan hukum, meskipun ia memiliki semacam kebodohan atau kurang cakap menggunakan uang.<sup>100</sup>
- 4) Kekuasaan Syar'i (al-wilayah). Al-wilayah adalah kekuasaan secara shar'i terhadap diri sendiri atau terhadap harta yang membawa konsekuensi terlaksananya tindakan sesuai ketentuan sharî'at pula. Syarat adanya kekuasaan ini tidak diragukan lagi adalah kelayakan (kompetensi) menjalankan kewajiban. Perbedaan antara kelayakan sendiri dengan kekuasaan shar'i atas diri sendiri adalah bahwa kompetensi tersebut lebih

---

<sup>99</sup> Ibid.,121-122

<sup>100</sup> Ibid.,139

terorientasikan kepada kelayakan secara khusus, yang dengan kelayakan itu segala perjanjian dan aktivitas bisa dilaksanakan. Sementara al-wilayah atau kekuasaan shar'i itu sendiri yang memungkinkan orang yang berakad menjalankan perjanjiannya, serta menetapkan segala konsekuensi dari perjanjian tersebut.<sup>101</sup>

Faktor munculnya kekuasaan shar'i itu sendiri ada tiga hal sebagai berikut:

- a. Dasar landasan. Yakni bahwa secara mendasar ia memang orang yang berhak melakukan perjanjian tersebut, ia adalah pemilik perjanjian. Itu terjadi karena adanya kompetensi optimal dalam menjalankan kewajiban, sehingga ia bisa mengikatkan diri pada perjanjian tersebut.
- b. Kekuasaan syar'i terhadap orang lain. Seperti kekuasaan seorang ayah atau kakek terhadap anak atau cucunya yang masih kecil atau kurang nalarnya. Atau kekuasaan orang yang diwasiasi oleh bapak atau kakek terhadap anak asuhannya, atau kekuasaan seorang hakim terhadap mereka semua.
- c. Surat kuasa dari pihak yang berhak. Kalau ketiga hal ini tidak ada, maka hilanglah kekuasaan shar'i tersebut, sehingga yang kita hadapi adalah sebuah aktivitas **fuḍuli (tak** berarti). Aktivitas **fuḍuli** adalah segala aktivitas yang sebenarnya shar'i akan tetapi

---

<sup>101</sup> Ibid 140

tidak memiliki landasan kekuasaan shar'i yang mendukungnya. Seperti orang yang menjual barang yang bukan miliknya, tanpa ada surat kuasa atau izin resmi dari pemiliknya. Asal hukum dari aktifitas **fuḍuli** semacam itu adalah tergantung pada izin resmi dari orang yang memiliki kekuasaan.

Penghalang kompetensi (Kelayakan). Telah disinggung bahwa kelayakan menunaikan (kewajiban) sandaran hukumnya terletak pada predikat: baligh dan akal sehat yang dimiliki seseorang. Maka bila seseorang telah baligh dan berakal sehat, maka kelayakan dirinya (untuk memikul kewajiban dan mendapatkan hak) telah sempurna, sehingga dia memikul tanggung jawab atas semua tindakan dan apa yang dilakukannya. Akan tetapi kelayakan ini kadang terhalang oleh apa-apa yang dapat mempengaruhinya, sehingga menghalangi segala hukum-hukum yang berkaitan dengannya. Apa saja penghalang-penghalang tersebut? Dan apa pengaruhnya terhadap hukum?

Penghalang atau 'aridun dalam bahasa Arabnya, dari segi bahasa memiliki multi makna. Apabila dalam konteks kebendaan maka maknanya adalah lawan dari bentuk benda aslinya. Sedangkan apabila dilihat dari aspek kejadiannya, maka dia adalah lawan dari yang tetap. Misal dikatakan, Fulan terhalang oleh suatu masalah, maknanya adalah muncul masalah tersebut yang mencegahnya meneruskan apa yang dia lakukan.

Menurut terminologi 'aridun ialah apa yang muncul pada seseorang yang dapat menghilangkan predikat kelayakan yang disandangnya, atau mengurangnya, atau merubah sebagian hukum yang kaitan dengannya.

Dalam bisnis (transaksi investasi bisnis sukur di pasar modal Indonesia) penghalang-penghalang kelayakan itu terbagi menjadi dua, yaitu:

- 1) Penghalang-penghalang samawi (berasal dari Sang pencipta, yaitu Allah) Penghalang yang tidak ada campur tangan manusia untuk mengadakannya, seperti kondisi gila, pingsan, linglung, tidur, sakit dan mati.
- 2) Kendala-kendala yang diusahakan manusia. Artinya, usia memiliki campur dapat menghilangkan kompetensi melaksanakan kewajiban dengan sempurna.

Adapun ketidakmampuan, ialah yang menyebabkan seseorang membelanjakan harta dan menghamburkannya tanpa aturan. Segala aktivitas orang pandir semacam itu disamakan hukumnya dengan perbuatan anak kecil yang mumayyiz. Bila memiliki kemungkinan bermanfaat dan berbahaya, dikembalikan

kepada pendapat walinya sehingga transaksinya muquf (ditanggihkan) tergantung pada izin wali.<sup>102</sup>

## b. Obyek Transaksional

Obyek transaksional atau obyek akad (Ma'qud 'alaih) dalam transaksi bisnis investasi sukuk di pasar modal Indonesia, berupa benda-benda komoditas portofolio sebagai obyek akad, seperti benda-benda yang dijual dalam akad jual beli, dalam akad hibbah (pemberian), dalam akad gadai, utang yang dijamin seseorang dalam akad kafalah. Dalam hal itu juga ada beberapa persyaratan sehingga akad tersebut dianggap sah, menurut As-Shawi dan Abdullah Muslih, sebagai berikut, yaitu:

- 1) Barang tersebut harus suci atau meskipun terkena najis, bisa dibersihkan. Oleh sebab itu, akad usaha ini tidak bisa diberlakukan pada benda najis secara zati, seperti bangkai. Atau benda yang terkena najis namun tidak mungkin dihilangkan najisnya, seperti cuka, susu dan benda cair sejenis yang terkena najis. Namun jika mungkin bisa dibersihkan, maka diperbolehkan.

---

<sup>102</sup> Muhammad Yusuf Musa, *Al-Fiqh al-Islamiy*, Cetakan III, (Mesir: Dār al-Kitāb al-‘Arabiy, 1957), 369-370

- 2) Barang tersebut harus bisa digunakan dengan cara yang disyariatkan. Karena fungsi legal dari suatu komoditi menjadi dasar nilai dan harga komoditi tersebut. Segala komoditi yang tidak berguna seperti barang-barang rongsokan yang tidak dapat dimanfaatkan, atau bermanfaat tetapi untuk hal-hal yang diharamkan, seperti minuman keras dan sejenisnya, semuanya itu tidak dapat ditransaksikan
- 3) Komoditi harus bisa diserahkan. Tidak sah menjual barang yang tidak ada, atau ada tapi tidak bisa diserahkan. Karena yang demikian itu termasuk gharar, dan itu dilarang.
- 4) Barang yang dijual harus merupakan milik sempurna dari orang yang melakukan penjualan. Barang yang tidak bisa dimiliki tidak sah diperjualbelikan.
- 5) Harus diketahui wujudnya oleh orang yang melakukan akad jual beli bila merupakan barang-barang yang dijual langsung. Dan harus diketahui ukuran, jenis dan kriterianya apabila barang-barang itu berada dalam kepemilikan namun tidak berada di lokasi transaksi.

Bila barang-barang itu dijual langsung, harus diketahui wujudnya, seperti mobil tertentu atau rumah tertentu dan sejenisnya. Namun kalau barang-barang itu hanya dalam kepemilikan seperti jual beli sekarang ini



dalam akad jual beli as-Salam, di mana seorang pelanggan membeli barang yang diberi gambaran dan dalam kepemilikan penjual, maka disyaratkan harus diketahui ukuran, jenis dan kriterianya, berdasarkan sabda Nabi :

مَنْ آسَلَفَ فِي تَمْرٍ فَلْيُسَلِفْ فِي كَيْلٍ مَعْلُومٍ وَوَزْنٍ مَعْلُومٍ إِلَى  
أَجَلٍ مَعْلُومٍ

"Barangsiapa memesan buah kurma , maka hendaknya memesan dalam satu takaran atau timbangan serta dalam batas waktu tertentu." (HR. Bukhari dan Muslim)

Menurut pendapat Zuhaily obyek transaksi harus memenuhi ketentuan sebagai berikut, yaitu:

- 1) Obyek transaksi harus ada ketika akad atau transaksi sedang dilakukan. Tidak dibolehkan melakukan transaksi terhadap obyek yang belum jelas dan tidak ada waktu akad, karena hal ini akan menimbulkan masalah saat serah terima.
- 2) Obyek transaksi merupakan barang yang diperbolehkan sharî'at untuk ditransaksikan (māl mutaqaawwin) dan dimiliki penuh oleh pemiliknya. Tidak boleh bertransaksi atas bangkai, darah babi dan lainnya. Begitu pula barang yang belum berada

dalam gegaman pemilikanya, seperti ikan masih dalam laut, burung dalam angkasa.

- 3) Obyek akad/transaksi bisa diserahterimakan saat terjadinya akad atau dimungkinkan dikemudian hari. Walaupun barang itu ada dan dimiliki 'aqid, namun tidak bisa diserahterimakan, maka akad tersebut batal.
- 4) Adanya kejelasan tentang obyek transaksi. Dalam arti barang tersebut diketahui secara detail oleh kedua belah pihak, hal ini untuk menghindari terjadinya perselisihan dikemudian hari. Obyek transaksi tidak bersifat tidak diketahui (majhul) dan mengandung unsur gharar.
- 5) Obyek transaksi harus suci, tidak terkena najis dan bukan barang najis, syarat ini diajukan oleh ulama' selain mazhab Hanafiyah.

### c. Subtansi Transaksional

Menurut pendapat Zuhaily<sup>103</sup> subtansi akad adalah maksud dan tujuan yang ingin dicapai dalam akad yang dilakukan (*mauḍu' al-'aqd*).<sup>104</sup> Hal tersebut menjadi

---

<sup>103</sup> Ibid.,182-184

<sup>104</sup> Tujuan akad terkait erat dengan berbagai bentuk akad. Misalnya, tujuan akad jual beli adalah pemindahan *milk al-tam* dengan sejumlah imbalan tertentu, tujuan akad ijarah adalah pemindahan *milk al-manfa'at* dengan imbalan tertentu. Tujuan akad hanya dapat diketahui berdasarkan syara' dan tidak boleh bertentangan dengan syara'. Misalnya berbagai akad hilah yang

penting karena berpengaruh terhadap implikasi tertentu. Berbeda akad, maka berbedalah tujuan pokok akad.

Dalam akad jual beli tujuan pokoknya ialah memindahkan barang dari penjual kepada pembeli dengan diberi ganti. Tujuan akad hibah ialah memindahkan barang dari pemberi kepada yang diberi untuk dimilikinya tanpa ada pengganti (*'iwaq*). Tujuan pokok akad ijarah adalah memberikan manfaat dengan adanya pengganti atau *ujrah*. Dalam kondisi yang lain, terdapat sebuah akad yang secara dhahirnya itu sah namun dilarang oleh beberapa ulama. Menurut pendapat Shafi'iyah itu haram dan menurut pendapat Hanafiyah akad tersebut makruh tahrim, yaitu tentang akad *bay' al-inah*. Rekayasa transaksi dalam penjualan (*Bay' al-inah*), yaitu rekayasa transaksi jula beli yang dilakukan untuk membenarkan pengambilan riba. Misalnya seorang menjual sepeda motor kepada pembeli dengan harga Rp.12.000.000,- secara tempo 5 bulan mendatang, kemudian ia langsung memberinya kembali 10 Juta rupiah secara kontan.

Motif yang ada adalah meminjamkan uang dengan adanya tambahan, namun direkayasa dengan jual beli untuk mengabsahkannya. Motif-motif ini dapat duijelaskan di bawah ini.

- a. Menjual anggur kepada penjual minuman keras, penjual anggur memiliki keyakinan kuat, bahwa anggur itu akan dibuat minuman keras. Jika ia tidak begitu yakin maka makruh adanya.
- b. Menjual sarana suatu benda yang dapat melalaikan, menjual dan menyewakan peralatan judi dan lainnya.

**d. Kepastian Hukum.**

Dalam pembentukan akad adalah kepastian hukum. Di antara syarat *luzum* dalam jual beli adalah terhindarnya dari beberapa *khiyar* dalam jual beli, seperti *khiyar sharat*, *khiyar 'aib*. Jika *luzûm* tampak, maka akad batal atau dikembalikan. Oleh karena itu akad harus sudah pasti dan *khiyar* tidak diberlakukan kembali.

**e. Ketentuan dan Pemenuhan Administratif**

Administrasi merupakan pola perbuatan, yaitu:

- (a) Menghimpun, kegiatan-kegiatan mencari dan mengusahakan tersedianya informasi, (b) Mencatat, kegiatan, keterangan-keterangan berwujud tulisan yang dapat dibaca, dikirim dan disimpan, (c) Mengolah, bermacam-macam informasi yang berguna, (d) Mengadakan, memperbanyak pelbagai cara dan alat yang diperlukan, (e) Mengirim, yaitu kegiatan menyampaikan dengan pelbagai cara dan alat dari sesuatu pihak kepada pihak lain (f) Menyimpan, yaitu kegiatan menaruh

dengan berbagai cara dan alat di tempat tertentu yang aman.

Akad sewa (*Ijarāh*) menurut Zuhaili<sup>105</sup> dalam transaksi bisnis pada investasi sukuk di pasar modal merupakan instrumen pembayaran yang diperbolehkan oleh *sharī'at* dengan alasan sebagai berikut:

- a. Kontrak merupakan penggabungan dua akad, yakni sewa dengan jual beli dalam satu akad, yang mana dalam hal ini dilarang oleh *shara'*, namun ia terdiri dari dua akad yang terpisah dan independen, pertama adalah akad sewa dan diakhir masa sewa dibentuk akad baru independen, yakni akan jual beli atau hibah/penyerahan aset.
- b. Pihak yang melakukan transaksi memiliki kebebasan penuh dalam menentukan kesepakatan dan syarat dalam sebuah akad, dan hukum asal dalam hal ini adalah diperbolehkan (*mubah*). Sepanjang kesepakatan atau syarat tersebut tidak bertentangan dengan *nash syara'* atau merusak kaidah *sharī'ah*. Atau syarat tersebut menghilangkan atau menafikan maksud (*subtansi*) diadakan.
- c. Adapun janji pihak yang menyewakan barang/aset untuk melakukan transaksi

---

<sup>105</sup> Wahbah al-Zuhayli, *Al-Fiqh al-Islamiy wa Adillatuhu*, Jilid IV ,410-412

pindahan pemilikan barang komoditas diakhir sewa bukanlah suatu hal yang dapat merusak akad dalam pandangan *shara'*, karena janji bukanlah bentuk akad dan tidak dapat merusak segala konsekwensi yang ada dalam akad. Atau dapat menjerumuskan pada pihak yang bertransaksi pada sesuatu yang dilarang oleh *shara'*, seperti riba atau gharar. Menurut Malikiyah dan Hanafiyah janji tersebut bersifat mengikat.

- d. Akad sewa (*ijārah*) bisa digabungkan dengan akad jual beli dalam sebuah transaksi, karena tidak ada hal yang menafikan substansi keduanya. Begitu juga dengan Shafi'iyah dan Hanabilah yang mengakui keabsahan penggabungan dalam akad ini dalam suatu transaksi, karena tidak ada pertentangan substansi akad diantara keduanya.

#### **f. Serah-terima Komoditas Atau Fortofolio**

Serah-terima (*'ijab-Qabul*)<sup>106</sup> dalam transaksi investasi bisnis sukuk di pasar modal. *'Ijab* ialah permulaan penjelasan yang keluar dari salah seorang

---

<sup>106</sup> *'Ijab* dalam definisi akad adalah ungkapan atau pernyataan kehendak melakukan perikatan (transaksi) oleh suatu pihak, biasanya disebut pihak pertama. Sedang *qabul* adalah pernyataan atau ungkapan yang menggambarkan kehendak pihak lain, biasanya pihak kedua, menerima atau menyetujui pernyataan *'ijab*. Wahbah Zuhayli, *al-Fiqh al-Islam.*,82

yang berakad sebagai gambaran kehendaknya dalam mengadakan akad, sedangkan *qabul* ialah pernyataan yang keluar dari pihak berakad pula, yang dinyatakan setelah adanya *'ijab*. Pengertian *'ijab qabul* dalam pengamalan dewasa ini ialah bertukarnya sesuatu dengan yang lain sehingga penjual dan pembeli dalam membeli sesuatu terkadang tidak berhadapan, misalnya seseorang yang membeli tiket pesawat terbang dengan pemilik pesawat tersebut tapi hanya membeli tiket melalui travel.

Menurut pendapat As-Shawi dan Abdullah Muslih<sup>107</sup> dimaksudkan dengan pengucapan akad itu adalah ungkapan yang dilontarkan oleh orang yang melakukan akad untuk menunjukkan keinginannya yang mengesankan bahwa akad itu sudah berlangsung. Tentu saja ungkapan itu harus mengandung serah terima (*'ijab-qabul*).

*'Ijab* (ungkapan penyerahan barang) adalah yang diungkapkan lebih dahulu, dan *qabul* (penerimaan) diungkapkan kemudian. Menurut Hanafiyah *'ijab* adalah pernyataan yang diungkapkan sebelum *qabul*, baik itu dari pihak pemilik barang atau pihak yang akan menjadi pemilik berikutnya. *'Ijab* menunjukkan penyerahan kepemilikan, sementara *qabul* menunjukkan penerimaan kepemilikan. Sedangkan menurut mazhab mayoritas, *'ijab* tersebut harus diungkapkan oleh pemilik barang

---

<sup>107</sup>Abdullah al-Muslih dan Shalah ash-Shawi, *Fikih Ekonomi Keuangan Islam*. 29

pertama, seperti penjual, pemberi sewa, wali calon isri dan lain sebagainya. Dan yang benar menurut mereka, *qabul* itu berasal dari orang yang akan menjadi pemilik kedua dari barang tersebut, seperti pembeli, penyewa, calon suami dan lain sebagainya. Jadi pemilik pertama yang mengucapkan ijab sementara calon pemilik kedua yang mengucapkan *qabul*. Tidak ada perbedaan bagi mereka, siapa pun yang mengucapkan pertama kali dan siapa yang belakangan.

Beberapa hal yang harus diperhatikan dalam *ṣiḡhat al-‘Aqd*, menurut Al-Kasani<sup>108</sup> dan Suhendi<sup>109</sup> adalah sebagai berikut:

- a. *ṣiḡhat al-‘aqd* harus jelas pengertiannya (*jala’ul ma’na*) atau dinyatakan dengan ungkapan yang jelas maknanya, sehingga dapat dipahami jenis akad yang dikehendaki.
- b. Harus bersesuaian antara *‘ijab* dan *qabul* (*tawafuq*). Tidak boleh antara yang berijab dan yang menerima berbeda *lafaz*, misalnya seseorang berkata, “Aku serahkan benda ini kepadamu sebagai titipan”, tetapi yang mengungkapkan *qabul* berkata, “Aku terima benda ini sebagai pemberian”. Adanya kesimpangsiuran dalam *‘ijab*

---

<sup>108</sup> Imam al-Kasani, *al-Bada’i’u aṣ-ṣana’i’u*, Jilid IV, (Bairut: Dār al-Fikr, 1974), 139

<sup>109</sup> Hendi Suhendi, *Fiqh Muamalah*, ( Jakarta: Raja Grafindo Persada, 2008), 47-48



dan *qabul* akan menimbulkan persengketaan yang dilarang oleh Islam karena bertentangan dengan *išlah* di antara manusia. Persyaratan *qabul* dipersyaratkan adanya keselarasan atau persesuaian terhadap *'ijab* dalam banyak hal. Pernyataan yang berseberangan dengan akad tidak dinamakan sebagai *qabul* .

- c. Menggambarkan kesungguhan kemauan dari pihak-pihak yang bersangkutan (*jazamul irādatayni*), tidak terpaksa dan tidak karena diancam atau ditakut-takuti oleh orang lain karena dalam tijarah harus saling *rîḍa*.
- d. Satu majlis akad (*majlîs al-'aqd*) bisa dikatakan merupakan suatu kondisi yang memungkinkan kedua belah pihak untuk membuat kesepakatan atau pertemuan untuk membicarakan dalam satu obyek transaksi. Dalam hal ini disyaratkan adanya kesepakatan antara kedua belah pihak, tidak menunjukkan adanya penolakan atau pembatalan dari keduanya. Menurut penulis, kesatuan majlis tidak harus dipahami secara kaku dalam batasan dimensi ruang dan waktu. Sebaliknya konsep persatuan majlis harus dikembangkan sejalan dengan konteks perkembangan dan perkembangan media komunikasi. Kesatuan dan kesepakatan gagasan (*ide*) bertransaksi antara kedua belah pihak secara substantif telah mencapai tujuan

persyaratan majlis sekalipun mereka secara fisik tidak bersatu dalam majlis, dibandingkan jika mereka secara fisik bersatu dalam sebuah majlis namun tidak terjadi kesatuan atau kesepakatan gagasan bertransaksi.

Selanjutnya Suhendi<sup>110</sup> mengungkapkan bahwa mengucapkan dengan lidah (lisan) merupakan salah satu cara yang ditempuh dalam mengadakan akad, tetapi ada juga cara lain yang dapat menggambarkan kehendak untuk berakad. Para ulama menerangkan beberapa cara (bentuk-bentuk sighat) yang ditempuh dalam akad.

- 1) Dengan cara tulisan (*kitābah*), misalnya dua *'aqid* berjauhan tempatnya, maka ijab qabul boleh dengan cara kitabah karena tulisan merupakan solusi bagi pihak-pihak yang berhalangan bertemu secara langsung. Atas dasar inilah para Fuqaha membentuk kaidah :<sup>111</sup> *الكتابت كالخطاب* "Tulisan itu sama dengan ungkapan lisan". Artinya pernyataan yang jelas yang dituangkan dalam bentuk tulisan, kekuatan hukumnya sama dengan ungkapan langsung melalui lisan.
- 2) Dengan cara lisan. Ucapan yang terwujud dalam suatu bahasa merupakan sarana manusia paling alamiah untuk mengungkapkan keinginan yang

---

<sup>110</sup> Hendi Suhendi, *Fiqh Muamalah*.,47

<sup>111</sup> Mustafa Ahmad al-Zarqa, *al-Fiqh al-Islāmiy Fi Thawbih al-Jadīd al-Madkhal al-Fiqh al-'Amm*, ( Damaskus : Alfu Ba' al-Adib, 1978) h. 175

tersembunyi dalam hati. Ucapan juga sarana komunikasi yang paling mudah dipahami oleh lawan bicara. Oleh karena itu, akad dengan ucapan merupakan bentuk 'ijab-qabul yang paling banyak digunakan. Karena sifatnya yang mudah dipahami diantara para pelaku akad, sehingga *'ijab-qabul* dengan ucapan itu dapat meminimalisir terjadinya perselisihan. Bentuk akad dengan lisan ini tidak diharuskan menggunakan sebuah ungkapan khusus atau bahasa tertentu. Yang penting ucapan itu menunjukkan kerelaan masing-masing dalam bertransaksi. Dikecualikan dalam akad nikah ulama mensyaratkan menggunakan lafadz tertentu yang menunjukkan kepemilikan *zat*, seperti *al-tazwîj*, *al-nikah* dengan disertai niat dan indikator yang menunjukkan bahwa yang dimaksud oleh *lafaz* itu adalah pernikahan.

- 3) Melalui isyarat. 'Ijab dan *qabul* dengan isyarat dapat dilakukan melalui isyarat yang jelas menunjukkan kehendak masing-masing pihak. Menurut pandangan fuqaha Shafi'iyah dan Hanafiyah, akad dengan isyarat ini berlaku khusus bagi orang yang tidak dapat berbicara dan tidak dapat pula menulis. Bagi orang yang dalam kondisi seperti ini, isyarat sudah menjadi kebiasaan mereka, sehingga orang-orang disekitarnya dapat memahami secara jelas kehendaknya sekalipun

disampaikan melalui isyarat. Dalam kondisi seperti ini berlaku kaidah:<sup>112</sup>

الإشارات المعهودة للأخرس كالبيان باللسان

“Isyarat yang jelas dari orang bisu sama dengan penjelasan lisan”

- 4) Dengan perbuatan. Pernyataan ‘ijab dan qabul melalui perbuatan, adalah melakukan suatu perbuatan atau ihwal tertentu yang menunjukkan kehendak dan persetujuan kedua belah pihak untuk melakukan suatu akad. Akad melalui *dalālah* ini berlangsung dalam dua bentuk: *Ta’atī* atau *mu’atāh* (saling memberi dan menerima)<sup>113</sup> dan *lisan al-hāl*.

a. Saling memberi dan menerima (*ta’atī*), contohnya seperti akad jual beli yang umum dipakai di pasar swalayan. Penjual mematok harga di setiap barang dengan memberi label. Pembeli mengambil barang yang dikehendaki kemudian membayarnya kepada kasir sejumlah harga yang tercantum pada label barang tersebut. Transaksi di pasar swalayan ini berlangsung praktis, tidak ada tawar menawar, tidak ada pernyataan ‘*ijab* dan

<sup>112</sup> Wahbah al Zuhayli, *al-Fiqh al-Islām wa adillatuhu*, Jilid IV.,30

<sup>113</sup> Saling memberi dan menerima, maksudnya ketika masing-masing pihak melakukan suatu perbuatan dalam batas situasi dan kondisi yang menunjukkan kehendak melakukan suatu transaksi (akad).

*qabul*. Namun masing-masing pihak telah menyadari kelaziman atau kebiasaan jual beli di swalayan. Perbuatan ini cukup menunjukkan kehendak masing-masing pihak melakukan transaksi jual beli. Fuqaha berbeda pendapat mengenai keabsahan *ta'aqi* ini dalam akad-akad kebendaan. Ulama Hanafiyah dan Hanabilah berpendapat keabsahan *ta'aqi* dalam setiap akad kebendaan, jika hal ini telah menjadi kebiasaan (adat) masyarakat. Namun demikian harga barang harus diberitahukan secara jelas. Menurut madzhab Maliki kebolehan akad *ta'aqi* disyaratkan adanya indikasi yang jelas yang menunjukkan kerelaan masing-masing pihak, baik telah menjadi adat atau tidak. Menurut Fuqaha Syafi'iyah, *ta'aqi* tidak dapat disebut sebagai akad, dan akad tidak dapat dilakukan dengan perbuatan atau secara *ta'aqi*.<sup>114</sup>

b. Dengan *lisān al-ḥāl*, yaitu kondisi tertentu yang menunjukkan kepada suatu ungkapan. Menurut sebagian ulama, apabila seseorang meninggalkan barang-barang di hadapan orang lain, kemudian dia pergi dan orang yang ditinggali barang-barang itu berdiam diri saja, hal itu dipandang telah ada akad *ida'* (titipan) antara orang yang meletakkan barang dengan orang yang menghadapi barang titipan tersebut dengan jalan *dalālat al-ḥal*.

---

<sup>114</sup> Wahbah Zuhayli., *al-Fiqh al-Islam.*, Juz IV 99-101

Menurut pendapat Zuhaily<sup>115</sup> (1989) Juz IV '*ijab* dan *qabul* dinyatakan batal karena hal-hal sebagai berikut:

- a) Penjual menarik kembali ungapannya sebelum terjadi *qabul* dari pembeli.
- b) Adanya penolakan '*ijab* dari pembeli. Dalam arti apa yang diungkapkan oleh penjual tidak disetujui atau ditolak oleh pembeli.
- c) Berakhirnya *majlis 'aqad*, jika kedua belah pihak belum mendapatkan kesepakatan, namun keduanya berpisah dalam *majlis 'aqad*, maka '*ijab-qabul* dinyatakan batal.
- d) Hilangnya syarat kecakapan kedua belah pihak atau salah satu pihak dalam transaksi (ahliyahnya) sebelum terjadinya kesepakatan.
- e) Rusaknya obyek transaksi sebelum terjadinya *qabul* atau kesepakatan.

Sekarang timbul pertanyaan apakah transaksi bisnis dalam investasi sukuk di pasar modal sudah dianggap sah dengan adanya serah terima portofolio? Para ulama telah sepakat bahwa akad itu sudah dianggap sah dengan adanya pernyataan *lafaz* perjanjian tersebut. Namun mereka berbeda pendapat apakah perjanjian itu sah dengan sekedar adanya serah terima barang. Yakni

---

<sup>115</sup> Ibid.,114

seorang penjual menyerahkan barang dan pembeli menyerahkan uang pembayarannya, karena adanya ucapan dari salah seorang di antara mereka berdua. Kenyataan pada zaman modern sekarang ini, perangkat komputer bisa dijadikan etalase barang-barang jualan dengan urutan tertentu, kemudian datang pembeli dan memilih barang mana yang disukainya, berikutnya ia menyerahkan uang pembayaran di tempat yang sudah ditentukan. Sistem komputer akan menyerahkan kepadanya barang yang diinginkan dengan cara yang canggih pula.

Pendapat yang benar menurut mayoritas ulama adalah bahwa jual beli semacam itu sah berdasarkan hal-hal berikut:

1. Hakikat dari jual beli yang disyariatkan adalah menukar harta dengan harta dengan dasar kerelaan hati dari kedua belah pihak, tidak ada ketentuan syar'i tentang harusnya lafazh tertentu. sehingga semuanya dikembalikan kepada adat kebiasaan.
2. Tidak terbukti adanya syarat '*ijab-qabul* secara lisan dalam naṣ-naṣ sharī'at. Kalau itu merupakan syarat, pasti sudah ada nash yang menjelaskannya.
3. Umat manusia telah terbiasa melakukan jual beli di pasar-pasar mereka dengan melakukan serah terima barang saja (tanpa pengucapan lafazh akad) di berbagai negeri dan tempat, tanpa pernah

diingkari ajaran syariat, sehingga itu sudah menjadi ijma' (konsensus umat)

Syarat-syarat shighat akad, menurut As-Shawi dan Abdullah Muslih, yaitu:<sup>116</sup>

- a. Harus berada dalam satu majelis. Karena ijab itu hanya bisa menjadi bagian dari akad bila ia bertemu langsung dengan *qabul*. Perlu dicatat, bahwa kesamaan lokasi tersebut disesuaikan dengan kondisi zaman, sehingga akad itu bisa berlangsung melalui pesawat telepon. Dalam kondisi demikian, lokasi tersebut adalah masa berlangsungnya percakapan telepon. Selama percakapan itu masih berlangsung, dan line telepon masih tersambung, berarti kedua belah pihak masih berada dalam majelis akad. *Al-Majma' al-Fiqhi* pernah mendiskusikan persoalan melangsungkan akad usaha melalui media komunikasi modern. Akhirnya mereka menetapkan satu keputusan yang kami nukilkan teksnya sebagai berikut:

Surat Keputusan No. (45/3/6) Melakukan Akad Usaha Melalui Media Komunikasi Modern

- (a) Jika akad usaha antara kedua belah pihak berlangsung sementara keduanya tidak berada dalam lokasi akad, masing-masing tidak melihat pihak lain secara langsung, juga tidak mendengar suaranya, sementara media komunikasi yang menghubungkan antara keduanya

---

<sup>116</sup> Abdullah al-Muslih dan Shalah ash-Shawi, *Fikih Ekonomi Keuangan Islam*, 30-32



adalah tulisan, surat, kedutaan atau delegasi, telegram, surat kilat, faksimili, layar monitor komputer, dalam semua kondisi tersebut akad dianggap sah, kalau *'ijab* bisa sampai kepada pihak yang dituju, demikian juga *qabul* dari pihak yang lain.

- (b) Kalau akad antara kedua belah pihak sudah beri langsung pada satu waktu sementara keduanya berada di dua lokasi yang berjauhan, akad itu dilakukan dengan telepon dan faksimili, maka akad antara dua pihak tersebut dianggap sebagai akad antara dua orang yang hadir. Pada kondisi demikian diterapkan hukum asal yang ditetapkan oleh para ulama ahli fikih yang tergabung dalam diskusi ini, tersebut dalam lampiran.
- (c) Kalau pihak yang menawarkan akad dengan media-media tersebut memberikan *'ijab* dengan waktu tertentu, maka harus dijaga konsekuensi pada masa tertentu tersebut, tidak boleh diralat kembali.
- (d) Semua kaidah-kaidah tersebut di atas tidak berlaku bagi akad nikah karena nikah mengharuskan adanya saksi, tidak juga berlaku untuk *aş-şarf* penukaran mata uang asing karena ada syarat penyerahan langsung, juga tidak untuk jual beli *aş-şarf* karena ada syarat pembayaran harus dibayar di muka.
- (e) Berkaitan dengan kemungkinan terjadinya pemalsuan dan penggelapan atau kekeliruan, harus dikembalikan kepada kaidah-kaidah umum untuk menetapkan perkara.

- (f) Hal yang menjadi penyebab terjadinya *'ijab* harus tetap ada hingga terjadinya *qabul* dari pihak kedua yang ikut dalam akad Kalau *'ijab* itu ditarik oleh pihak pertama, lalu datang *qabul*, itu dianggap *qabul* tanpa *'ijab*, dan itu tidak ada nilainya sama sekali.
- (g) Tidak adanya hal yang menunjukkan penolakan atau pemunduran diri dari pihak kedua. Karena adanya hal itu membatalkan *'ijab*. Kalau datang lagi penerimaan sesudah itu, sudah tidak ada gunanya lagi, karena tidak terkait lagi dengan *'ijab* sebelumnya secara tegas sehingga akad bisa dilangsungkan.

Dalam transaksi bisnis investasi sukuk di pasar modal Indonesia tujuan merupakan sistem bisnis. Tujuan dari transaksi itulah yang menjadi sasaran dari *lafaz* tersebut. Dengan demikian, dapat dipahami bahwa transaksi adalah hakikat tujuannya, bukan sekedar *zahir* ucapan atau *lafaz* yang diucapkan, atau aktivitas yang dilakukan dalam bisnis".

## **B. Pasar Modal sebagai Kelembagaan Investasi Bisnis**

Berbagai pengertian dan kelembagaan pasar modal sebagai kelembagaan investasi bisnis dapat dijelaskan sebagai berikut di bawah ini.

## 1. Peristilahan Kelembagaan

Menurut Uphoff<sup>117</sup>, istilah kelembagaan dan organisasi sering membingungkan dan bersifat *interchangeably*. Dalam ranah keilmuan ‘*social institution*’ dan ‘*social organization*’ berada dalam level yang sama, untuk menyebut apa yang kita kenal dengan kelompok sosial, *group*, *social form*, dan lain-lain yang relatif sejenis. Namun, perkembangan akhir-akhir ini, istilah “kelembagaan” lebih sering digunakan untuk makna yang mencakup keduanya sekaligus.

Ada beberapa alasan para pakar dan ahli lebih memilih istilah tersebut. Kelembagaan lebih dipilih karena kata “organisasi” menunjuk kepada suatu *social form* yang bersifat formal, dan akhir-akhir ini semakin cenderung mendapat *image negatif*. Kata kelembagaan juga lebih disukai karena memberi kesan lebih “sosial” dan lebih menghargai budaya lokal, atau lebih humanistis.

Menurut Etzioni<sup>118</sup> Mempelajari kelembagaan atau organisasi merupakan sesuatu yang esensial, karena masyarakat modern beroperasi dalam organisasi-organisasi. Tiap perilaku individu selalu dapat dimaknai sebagai representatif kelompoknya. Seluruh hidup kita dilaksanakan dalam organisasi, mulai dari lahir, bekerja, sampai meninggal. Itulah alasannya kenapa kita harus mempelajari kelembagaan,

---

<sup>117</sup> Norman Uphoff, *Local Institutional Development: An Analytical Sourcebook With Cases*. (Kumarian Press. 1986), 8-9

<sup>118</sup> Amitai Etzioni, *Comparative Analysis of Complex Organizations*, (USA: The Free Press of Glencoe, Inc., 1985),1

sebagaimana juga disampaikan oleh Mancur Olson<sup>119</sup> sebagai berikut:

*“.....Since most (though by no means all) of the action taken by or on behalf of group of individuals is taken through organization, it will be helpful to consider organization in a general or theoretical way”.*

Dari uraian di atas terlihat bagaimana sebuah konsep yang penggunaannya pada mulanya tidak konsisten perlu dirumuskan ke dalam bentuk yang baik namun tetap ilmiah, sehingga menjadi lebih jelas, dan karena itu juga menjadi lebih operasional. Meskipun batasan kelembagaan dan organisasi berbeda-beda menurut berbagai ahli, namun apa yang dimaksud adalah merupakan suatu yang stabil, mantap, dan berpola; berfungsi untuk tujuan-tujuan tertentu dalam masyarakat; ditemukan dalam sistem sosial tradisional dan modern, atau bisa berbentuk tradisional dan modern; dan berfungsi untuk mengefisienkan kehidupan sosial. Penelaahan lebih jauh, memerlukan pembedaan ke dalam “aspek kelembagaan’ dan ‘aspek keorganisasian’. Keduanya, merupakan komponen pokok yang selalu exist dalam setiap sistem sosial, selemah atau seketat apapun sistem sosial tersebut. ‘Perilaku’ dan ‘struktur’ sebagai kajian utama ‘aspek kelembagaan’ dan aspek keorganisasian’ saling membutuhkan satu sama lain ibarat dua sisi mata uang. Masing-masing mewakili aspek yang dinamis

---

<sup>119</sup>Mancur Olson, *The Logic of Collective Action: Public Goods and The Theory of Groups*. (London, England: Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts; 1971), 5

dan statis dalam suatu masyarakat. Hal ini sesuai dengan perhatian utama ilmu sosiologi yang selalu terbagi ke dalam aspek dinamis misalnya perubahan sosial, serta aspek yang statis misalnya struktur sosial.

Meskipun tiap orang dapat menggunakan istilah-istilah yang berbeda untuk menyebut suatu sistem sosial, misalnya kelompok, lembaga, organisasi, asosiasi, departemen, komunitas, dan lain-lain; namun secara keilmuan seluruhnya dapat disebut sebagai “kelembagaan” yang di dalamnya selalu terdapat komponen “aspek kelembagaan” dan “aspek keorganisasian”. Pokok kajian dalam aspek kelembagaan adalah perilaku atau perilaku sosial. Ini merupakan objek yang terlihat secara visual, dimana faktor-faktor yang lebih abstrak berada di belakangnya, terutama aspek nilai dan norma. Sedangkan, struktur merupakan kajian utama aspek keorganisasian, yang dibentuk oleh peran yang dijalankan.

## **2. Pasar Modal sebagai Lembaga Investasi Bisnis**

Pasar modal adalah pasar abstrak dan sekaligus pasar konkrit dengan barang yang dijualbelikan adalah dana yang bersifat abstrak dan bentuk kongkritnya adalah lembar surat-surat berharga di bursa efek dalam rangka perluasan partisipasi masyarakat pemodal dan pemerataan pendapatan masyarakat yang digunakan secara produktif. Konsep pasar modal secara umum adalah suatu sistem keuangan yang terorganisasi, termasuk di dalamnya adalah bank-bank komersial dan semua lembaga perantara dibidang keuangan, serta keseluruhan surat-

surat berharga yang beredar. Dalam arti sempit, pasar modal adalah suatu pasar (tempat, berupa gedung) yang disiapkan guna memperdagangkan saham-saham, obligasi-obligasi, dan jenis surat berharga lainnya dengan memakai jasa para perantara pedagang efek<sup>120</sup>

Berbagai hal yang menjadi pertimbangan Dewan Syariah Nasional dalam penetapan pasar modal sebagai bagian dari sistem ekonomi Islam sesuai dengan fatwa DSN No. 40/DSN-MUI/X/2003 adalah:

- a. Perkembangan ekonomi suatu negara tidak lepas dari perkembangan pasar modal.
- b. Pasar modal berdasarkan prinsip syariah telah dikembangkan di berbagai negara.
- c. Umat Islam Indonesia memerlukan pasar modal yang aktivitasnya sejalan dengan prinsip syariah.
- d. Oleh karena itu, untuk memenuhi kebutuhan tersebut, Dewan Syariah Nasional MUI memandang perlu menetapkan fatwa tentang pasar modal dan pedoman umum penerapan prinsip syariah di bidang pasar modal.

Dasar hukum pasar modal mengikuti alur pemikiran fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) terkait dengan pasar modal tersebut dilandaskan pada firman Allah SWT dalam Surat Al-Baqarah (2) ayat 275 di bawah ini.

---

<sup>120</sup> Nor Hadi, *Pasar Modal; Acuan Teoritis dan Praktis Investasi di Instrumen Keuangan Pasar Modal*, (Yogyakarta:Graha Ilmu, 2013), 10

الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ  
 الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ  
 الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِّن رَّبِّهِ فَانْتَهَىٰ فَلَهُ مَا سَلَفَ  
 وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَٰئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ

“Orang-orang yang Makan (mengambil) riba tidak dapat berdiri melainkan seperti berdirinya orang yang kemasukan syaitan lantaran (tekanan) penyakit gila. Keadaan mereka yang demikian itu, adalah disebabkan mereka berkata (berpendapat), Sesungguhnya jual beli itu sama dengan riba, Padahal Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. orang-orang yang telah sampai kepadanya larangan dari Tuhannya, lalu terus berhenti (dari mengambil riba), Maka baginya apa yang telah diambilnya dahulu[176] (sebelum datang larangan); dan urusannya (terserah) kepada Allah. orang yang kembali (mengambil riba), Maka orang itu adalah penghuni-penghuni neraka; mereka kekal di dalamnya (Al-Baqarah:275)<sup>121</sup>

<sup>121</sup> Departemen Agama, *al-Qur'an dan Terjemahnya*.,69-70

يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنتُمْ  
 مُؤْمِنِينَ . فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ <sup>ص</sup> وَإِن تُبْتُمْ فَلَكُمْ  
 رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ

Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan tinggalkan sisa Riba (yang belum dipungut) jika kamu orang-orang yang beriman.<sup>279</sup> Maka jika kamu tidak mengerjakan (meninggalkan sisa riba), Maka ketahuilah, bahwa Allah dan Rasul-Nya akan memerangimu. dan jika kamu bertaubat (dari pengambilan riba), Maka bagimu pokok harta-mu; kamu tidak Menganiaya dan tidak (pula) dianiaya (Al-Baqarah:278-279).<sup>122</sup>

يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالِكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ  
 تِجَارَةً عَن تَرَاضٍ مِّنكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا

Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil, kecuali dengan jalan perniagaan yang Berlaku dengan suka sama-suka di antara kamu. dan janganlah kamu membunuh dirimu Sesungguhnya Allah adalah Maha Penyayang kepadamu (Al-Baqarah: 39).<sup>123</sup>

<sup>122</sup> Ibid.,70

<sup>123</sup> Ibid.,15



Hadith Rasulullah :

لَا ضَرَرَ وَلَا ضِرَارَ (رواه ابن ماجه عن عبادة بن الصامت وأحمد

عن ابن عباس ومالك عن يحيى)

"Tidak boleh membahayakan/merugikan (orang lain) dan tidak boleh membalas bahaya dengan bahaya." (HR. Ibn Majah dari 'Ubadah bin Shamit, Ahmad dari Ibnu 'Abbas, dan Malik dari Yahya)<sup>124</sup>

Hadith Riwayat Al-Khamsah :

لَا يَحِلُّ سَلْفٌ وَبَيْعٌ، وَلَا شَرْطَانِ فِي بَيْعٍ، وَلَا رَيْحٌ مَا لَمْ يُضْمَنْ، وَلَا

بَيْعٌ مَا لَيْسَ عِنْدَكَ (رواه الخمسة عن عمرو بن شعيب عن أبيه

عن جده، وصححه الترمذي وابن خزيمة والحاكم)

"Tidak halal (memberikan) pinjaman (utang) dan penjualan, tidak halal (menetapkan) dua syarat dalam suatu jual beli, tidak halal keuntungan sesuatu yang tidak ditanggung risikonya, dan tidak halal (melakukan) penjualan sesuatu yang tidak ada padamu". (HR. Al-khamsah dari 'Amr bin

<sup>124</sup> Abî Abdillāh Muhammad Bin Yazîd Bin Mājah al-Qazwînî, *Sunan Ibnu Mājah*, (Kairo: Dar Ihya'il Kutub Al-Arabiyyah,tt),

Syu'aib dari ayahnya dari kakeknya; hadis ini dinyatakan shahih oleh Tirmizi, Ibnu Khuzaimah, dan Hakim)<sup>125</sup>

### Hadith Riwayat Abu Dawud

إِنَّ رَسُولَ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ قَالَ: يَقُولُ اللَّهُ تَعَالَى: أَنَا ثَالِثُ  
الشَّرِيكَيْنِ مَا لَمْ يَخُنْ أَحَدُهُمَا صَاحِبَهُ، فَإِذَا خَانَ أَحَدُهُمَا صَاحِبَهُ  
خَرَجْتُ مِنْ بَيْنَهُمَا (رواه أبو داود والدارقطني والحاكم والبيهقي)

"Rasulullah SAW bersabda, Allah Ta'ala berfirman:"Aku adalah Pihak Ketiga dari dua pihak yang berserikat selama salah satu pihak tidak mengkhianati yang lainnya. Maka, apabila salah satu pihak mengkhianati yang lain, Aku pun meninggalkan keduanya."  
(HR Abu Dawud, al-Daraquthni, al-Hakim, dan al-Baihaqi)<sup>126</sup>

Kaidah Fiqih :

الأصل في المعاملات الإباحة إلا أن يدل الدليل على تحريمها

<sup>125</sup> Abu Isa Muhammad bin Isa bin Surah at-Turmuذي, *Sunan at-Tirmuzi*, Juz IV, (Bairut: Dar al Kutub al-'Ilmiyyah, 1994),346

<sup>126</sup> Abu Dawūd as-Sijistānī bin Asy'ath, *Sunan Abi Dawūd*, (Bairut: Kairo: Dar Ihya al-Kutub Al-'Arabiyyah, 1280 H),

"Pada dasarnya, segala segala bentuk muamalah boleh dilakukan sampai ada dalil yang mengharamkannya."<sup>127</sup>

Maksud kaidah ini adalah bahwa dalam setiap *mu'āmalah* dan transaksi, pada dasarnya boleh, seperti jual beli, sewa menyewa, gadai, kerja sama (*muḍarabah* dan *Musharakah*), perwakilan, dan lain-lain. Kecuali yang tegas-tegas diharamkan seperti mengakibatkan kemudaratatan, tipuan, judi, dan riba.

لَا يَجُوزُ لِأَحَدٍ أَنْ يَتَصَرَّفَ فِي مِلْكِ الْغَيْرِ بِإِذْنِهِ

"Tidak boleh melakukan perbuatan hukum atas milik orang lain tanpa seizinnya."<sup>128</sup>

Oleh karena itu, prinsip syariah yang harus dipahami dalam bidang pasar modal adalah pasar modal beserta seluruh mekanisme kegiatan dan kelembagaannya terutama mengenai emiten, jenis efek yang diperdagangkan dan mekanisme perdagangannya harus sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.

Menurut Hicks<sup>129</sup> organisasi adalah struktur proses dimana individu-individu berinteraksi secara obyektif. Definisi

---

<sup>127</sup>Djazuli, *Kaidah-Kaidah Fiqih: Kaidah-Kaidah Hukum Islam dalam Menyelesaikan Masalah-Masalah yang Praktis*, (Jakarta: Kencana, 2006), 128-137

<sup>128</sup> Ibid., 129

<sup>129</sup> Herbert G. Hicks and Ray Gullet, *Organization Theory and Behavior*, (London: Mc Graw Hill, 1981), 23

tersebut berlandaskan sejumlah fakta yang merupakan ciri umum semua organisasi, yaitu:

- a. Sebuah organisasi senantiasa mencakup sejumlah orang.
- b. Orang tersebut terlibat satu sama lain dengan suatu cara tertentu maksudnya mereka semua berinteraksi dengan cara mereka.
- c. Interaksi tersebut selalu dapat diatur atau diterangkan dengan jenis struktur tertentu.

Masing-masing orang dalam organisasi memiliki sasaran pribadi dimana diantaranya, merupakan alasan bagi tindakan-tindakan yang dilakukannya. Ia mengekspektasi bahwa keterlibatannya dalam organisasi tersebut akan membantunya mencapai sasaran.

Dalam mengatur secara organisatoris kegiatan pasar modal di Indonesia, Menteri Keuangan membawahi Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM LK) yang sekarang ini bernama Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Lembaga ini membantu pemerintah untuk mewujudkan industri pasar modal dan lembaga keuangan nonbank yang sehat sehingga dapat menjadi penggerak perekonomian Indonesia. Struktur organisasi digambarkan pada ilustrasi sebagai berikut:

Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam-LK) atau OJK mempunyai visi dan misi di bawah ini.

- (1) Visi dan Misi Bapepam-LK. Menjadi otoritas pasar modal dan lembaga keuangan yang amanah dan profesional, yang mampu mewujudkan industri pasar modal dan lembaga keuangan nonbank sebagai penggerak perekonomian nasional yang tangguh dan berdaya saing global.
- (2) Misi di Bidang Ekonomi. Menciptakan iklim yang kondusif bagi perusahaan dalam memperoleh pembiayaan dan bagi pemodal dalam memilih alternatif investasi pada industri Pasar Modal dan Jasa Keuangan Nonbank.
- (3) Misi di Bidang Kelembagaan. Mewujudkan Bapepam-LK menjadi lembaga yang melaksanakan tugas dan fungsinya memegang teguh pada prinsip-prinsip transparansi, akuntabilitas, independensi, integritas dan senantiasa mengembangkan diri menjadi lembaga berstandar internasional.
- (4) Misi Sosial Budaya. Mewujudkan masyarakat Indonesia yang memahami dan berorientasi pasar modal dan jasa keuangan nonbank dalam membuat keputusan investasi dan pembiayaan.
- (5) Misi di Bidang Ekonomi. Menciptakan iklim yang kondusif bagi perusahaan dalam memperoleh pembiayaan dan bagi pemodal dalam memilih alternatif investasi pada industri Pasar Modal dan Jasa Keuangan Nonbank.

- (6) Misi di Bidang Kelembagaan. Mewujudkan Bapepam-LK menjadi lembaga yang melaksanakan tugas dan fungsinya memegang teguh pada prinsip-prinsip transparansi, akuntabilitas, independensi, integritas dan senantiasa mengembangkan diri menjadi lembaga berstandar internasional.
- (7) Misi Sosial Budaya. Mewujudkan masyarakat Indonesia yang memahami dan berorientasi pasar modal dan jasa keuangan nonbank dalam membuat keputusan investasi dan pembiayaan.

### **3. Kelembagaan Pasar Modal di Indonesia**

Kelembagaan pasar modal Indonesia meliputi, (1) Bursa efek. Pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek antara mereka, (2) Perusahaan efek. Pihak yang melakukan kegiatan usaha sebagai penjamin emisi efek, perantara pedagang efek dan atau manajer investasi, (3) Penasihat investasi. Pihak yang memberi nasihat kepada pihak lain mengenai penjualan atau pembelian efek.

Lembaga-lembaga di pasar modal adalah sebagai berikut.

- a. Lembaga kliring dan penjaminan (LKP). Pihak yang menyelenggarakan jasa kliring dan penjaminan transaksi bursa agar terlaksana secara teratur, wajar dan efisien. Di Indonesia, PT KPEI (PT. Kliring Penjaminan Efek Indonesia).
- b. Lembaga penyimpanan dan penyelesaian (LPP). Pihak yang menyelenggarakan kegiatan Kostudian sentral bagi Bank Kostudian. Di Indonesia, PT KSEI (PT.Kustodian Sentral Efek Indonesia).
- c. Perusahaan go public. Perusahaan yang mengeluarkan efek atau emiten.

- d. Reksadana. Saham, obligasi, atau efek lain yang dibeli oleh sejumlah investor dan dikelola oleh sebuah perusahaan investasi profesional.
- e. Kustodian. Pihak yang memberikan jasa penitipan efek dan harta lain berkaitan dengan efek serta jasa lain, termasuk menerima dividen, bunga, dan hak lain, menyelesaikan transaksi efek, dan mewakili pemegang rekening yang menjadi nasabahnya.
- f. Biro administrasi efek. Pihak yang berdasarkan kontrak dengan emiten melaksanakan pencatatan kepemilikan efek dan pembagian hak yang berkaitan dengan efek.
- g. Wali amanat. Pihak yang mewakili kepentingan pemegang efek bersifat utang.
- h. Pemeringkat efek. Pihak yang bertugas memberi penilaian kemampuan emiten dalam memenuhi semua kewajibannya.
- i. Penjamin emisi efek. Pihak yang membuat kontrak dengan emiten untuk melakukan penawaran umum bagi kepentingan emiten.
- j. Perantara pedagang efek. Pihak yang melakukan kegiatan jual-beli efek untuk kepentingan sendiri atau pihak lain.
- k. Manajer investasi. Pihak yang kegiatan usahanya mengelola portofolio efek untuk nasabah atau sekelompok nasabah.




### C. Norma *Sharî'ah*

Dalam kegiatan ekonomi bisnis dan investasi Allah SWT dan Rasul-Nya memberikan petunjuk (dalil) dan rambu-rambu pokok yang harus diikuti oleh setiap muslim yang beriman. Sebagaimana firman Allah dalam Al-Qur'an

ثُمَّ جَعَلْنَاكَ عَلَىٰ شَرِيعَةٍ مِّنَ الْأَمْرِ فَاتَّبِعْهَا وَلَا تَتَّبِعْ أَهْوَاءَ

الَّذِينَ لَا يَعْلَمُونَ ﴿١٨﴾

“Kemudian Kami jadikan kamu berada di atas suatu sharî'at (peraturan) dari urusan (agama itu), Maka ikutilah sharî'at itu dan janganlah kamu ikuti hawa nafsu orang-orang yang tidak mengetahui (Q.S. Al-Jâthiyat:18)<sup>130</sup>

Istilah  sharî'ah yang harus diikuti. Yang dimaksud dengan sharî'at adalah hukum-hukum yang diturunkan Allah kepada Rasulullah SAW yang dipahami oleh para ulama' dari Al-Qur'an dan hadith dari segi nash atau penggalian hukum (istimbat). Yakni hukum-hukum yang diterangkan di dalam Tauhid, Fikih dan Ilmu Tasawuf.

<sup>130</sup> Departemen Agama, *Al-Qur'an dan Terjemahnya*,.817

Di antara rambu-rambu atau norma syariah dalam kegiatan bisnis dan investasi menurut Satrio dalam Nawawi<sup>131</sup> tersebut adalah sebagai berikut :

### 1. Terbebas dari unsur riba

Riba merupakan kelebihan yang tidak ada padanan pengganti (*'iwaq*) yang tidak dibenarkan syariah yang disyaratkan oleh salah satu dari dua orang yang berakad. Imam Badrudin al-‘Ain<sup>132</sup> dalam kitabnya *'Umdatul-Qari* mendefinisikan “Riba adalah penambahan atas harta pokok tanpa adanya transaksi bisnis riil.”

Definisi secara komprehensif dituangkan oleh Muhammad Al-Hasaini Taqiyudin Abi Bakr Ibn Muhammad<sup>133</sup> dalam kitabnya *Kifayatu al-Akhyar* “Riba adalah setiap nilai tambah (*value added*) dari setiap pertukaran emas dan perak (uang) serta seluruh bahan makanan pokok tanpa adanya pengganti (*'iwaq*) yang sepadan dan dibenarkan oleh *shari'ah*.”

Riba itu ada dua macam: *nasi'ah* dan *faql*. *Riba nasi'ah* ialah pembayaran lebih yang disyaratkan oleh orang yang meminjamkan. *Riba faql* ialah penukaran suatu barang dengan barang yang sejenis, tetapi lebih banyak jumlahnya karena orang yang menukarkan mensyaratkan demikian, seperti

---

<sup>131</sup> Ismail Nawawi, *Islam dan Bisnis; Pendekatan Ekonomi dan Manajemen Doktrin, teori dan Praktik*, (Sidoarjo: VIV Press,2011), 197

<sup>132</sup> Badruddin al-'Aini, *'Umdatul-Qari*, Jux XIII( Bairut: Dar al-Fikr, t.t), 164

<sup>133</sup> Al-Hasaini Taqiyudin Abi Bakr Ibn Muhammad, *Kifāyat al-Ahyār fi Hilli Ghayat al-Ihtisār*, (Surabaya: Dar al-Ilmi,tt),

penukaran emas de-ngan emas, padi dengan padi, dan sebagainya.

## 2. Terhindar dari unsur gharar

Para pakar dan Ahli fiqh mengemukakan konsepsi gharar dengan berbagai macam formulasi definisi. Di antaranya disebutkan gharar merupakan sesuatu yang bersifat tidak pasti (*uncertainty*). Jual beli *gharar* berarti sebuah jual beli yang mengandung unsur ketidaktahuan atau ketidakpastian (*jahalah*) antara dua pihak yang bertransaksi, atau jual beli sesuatu yang objek akad tidak diyakini dapat diserahkan.<sup>134</sup> (Al-Mu'jam al-Wasith, 1960). Sabiq (1983)<sup>135</sup> mendefinisikan gharar sebagai: “Setiap jual beli yang mengandung sebuah ketidakpastian (*jahalah*), atau mengandung unsur risiko atau perjudian.”

Al-Shidiq M. Al-Amin Al-Dharir<sup>136</sup> mengemukakan definisi gharar sebagai keraguan atas wujud fisik dari objek akad (*mabi'*). Para sarjana Kontemporeri seperti Yusuf al-Qaradawi<sup>137</sup> telah mendefinisikan gharar sebagai jual beli barang yang tidak diketahui dan tidak ditentukan dengan jelas atas suatu barang yang diperdagangkan tersebut.

---

<sup>134</sup> Shauqi daif, *Al-Mu'jam Al-Wasith* (المعجم الوسيط), Mesir : Maktabah şurauc ad-Dauliyyah, 2011),350

<sup>135</sup> Sayyid Sabiq, *Fiqh Sunnah*, Juz III, (Bairut: Dar al-Fikr, 1983),53

<sup>136</sup> Al-Sidiq Muhammad al-Amin al-Dharir, *al Gharar fi al 'Uqud wa Atharuhu fi alTatbiqat al-Mu'asarah*, cet. pertama, (Jeddah: Ma'had al-Islami li al-Buhuth wa al-Tadrib alBank al-Islami li al-Tanmiyah, 1993), 11

<sup>137</sup> Yusuf al-Qarḍawi, *al-Ḥalāl wa al-Ḥarām fi al-Islam*, (Kaheerah: Maktabah, 1989), 211

Berdasarkan pendapat-pendapat yang telah dikemukakan oleh para sarjana Islam klasik maupun kontemporer, penulis dapat menyimpulkan bahwa gharar adalah satu jenis pertaruhan dalam jual beli apabila pembeli tidak mengetahui sifat dan keadaan barang serta apa yang akan didapatinya setelah transaksi jual beli terealisasi. Gharar juga memberi maksud pembeli tidak tahu *natijah* akhir selepas membeli sesuatu barang, apakah barang tersebut wujud atau tidak, mampu diserahkan atau tidak. Gharar juga berlaku apabila penjual menjual barang yang tidak dimiliki sepenuhnya oleh penjual. Secara umum, semua sarjana bersepakat bahawa keberadaan gharar dalam jual beli telah menimbulkan keraguan terhadap barang yang ditransaksikan dan menaikkan kadar risiko kepada pembeli maupun penjual.

Secara garis besar gharar dibagi menjadi 2 (dua) bagian pokok dalam yaitu Gharar dalam *ṣighat 'aqd* dan gharar dalam obyek akad. Berikut penjelasannya:

**a. Gharar dalam *ṣighat 'aqd***, yang meliputi jenis-jenis sebagai berikut:

- 1) *Bay'atayni fi bay'ah*. Merupakan jual beli dalam satu akad ada dua harga yang dalam praktiknya tidak ada kejelasan akad (*jahalah*) atau harga mana yang akan diputuskan. *Bay'atayni fi bay'ah* juga berlaku jika dalam satu transaksi ada dua akad yang bercampur tanpa adanya pemisahan terlebih dahulu.

- 2) *Bay' al-hashah*. Adalah sebuah transaksi penjual dan pembeli bersepakat atas jual beli suatu barang dengan harga tertentu dengan lemparan batu kecil (*hashah*) yang dilakukan oleh salah satu pihak kepada yang lain dan dijadikan pedoman atas berlangsung tidaknya akad, atau juga dengan meletakkan batu kecil tersebut di atas barang, dan juga jatuhnya batu di pihak mana pun yang mengharuskan orang tersebut melakukan transaksi.
- 3) *Bay' al-mulamasah*. Adalah adanya mekanisme tawar menawar antara dua pihak atas suatu barang, dan apabila calon pembeli menyentuh barang tersebut, maka dia harus membelinya baik sang pemilik barang ridha atau tidak, atau seorang penjual berkata kepada pembeli: “Jika Anda menyentuh baju ini, maka itu berarti Anda harus membelinya dengan harga sekian, sehingga mereka menjadikan sentuhan terhadap objek akad sebagai alasan untuk berlangsungnya transaksi jual beli.”
- 4) *Bay' al-munabazah*. Adalah seorang penjual berkata kepada calon pembeli: “Jika saya lemparkan sesuatu kepada Anda, maka transaksi jual beli harus berlangsung di antara kita, atau juga pihak penjual dan pembeli melakukan tawar-menawar barang dan apabila penjual melempar sesuatu kepada pembeli, maka ia harus membeli barang tersebut dan ia tidak mempunyai pilihan lain kecuali menerima transaksi tersebut, atau dengan gambaran lain seorang penjual

berkata kepada calon pembeli: “jika saya melemparkan barang ini kepada Anda maka itu berarti saya jual barang ini kepada Anda dengan harga sekian.”

- 5) *Akad mu'alaq*. Adalah sebuah transaksi jual beli yang jadi atau tidaknya transaksi tersebut tergantung pada transaksi lainnya, mekanisme transaksi terjadi dengan instrumen-instrumen pernyataan (*ta'liq*).
- 6) *Bay' al-muzabanah*. Adalah jual beli buah kurma yang masih berada di pohon dengan beberapa *wasaq* buah kurma yang telah dipanen.
- 7) *Bay' al mukhaḍarah*. Adalah menjual buah yang masih hijau (belum masak) yang masih berada di pohon sebelum layak panen.
- 8) *Bay' habal al-habalah*. Adalah jual beli janin yang masih berada dalam kandungannya.
- 9) *Ḍarbatu al-ghawaṣ*. Adalah melakukan akad transaksi jual beli untuk barang temuan yang akan ditemukan di kedalaman laut, sedangkan barang belum diketahui dapat atau tidaknya barang diserahkan kepada pembeli.
- 10) *Bay' muhaqalah*. Adalah melakukan transaksi jual beli tanaman tertentu (bahan makanan pokok) seperti padi, dengan sejumlah takaran makanan tertentu.
- 11) *Bay nitaj*. Adalah transaksi jual beli sesuatu yang dihasilkan dari binatang ternak sebelum dituai, seperti menjual susu sapi yang masih berada dalam

kantungnya yang belum diketahui seberapa besar atau banyak jumlahnya.

- 12) *Bay' al-muḍaf*. Adalah kesepakatan untuk melakukan akad jual beli untuk waktu yang akan datang, gambaran dari transaksi ini adalah perkataan seseorang kepada yang lain: “saya jual rumahku kepada Anda dengan harga sekian pada awal tahun depan, kemudian orang itu menjawab: “saya terima”<sup>138</sup>.

**b. Gharar dalam objek akad, yang meliputi, yaitu:**

- 1) Ketidaktahuan (*jahl*) dalam sifat objek akad.  
Adalah ketidakjelasan sifat dari objek akad yang akan ditransaksikan. Para *fuqaha* berselisih pendapat dalam mensyaratkan penyebutan sifat dari objek akad agar sebuah transaksi jual beli menjadi sah, akan tetapi mayoritas *fuqaha* mensyaratkannya. Mazhab Hanafi melihat bahwa jika objek akadnya melihat dalam transaksi, baik itu barang ataupun uang, maka tidak perlu untuk mengetahui sifat dan karakternya. Mazhab Maliki mensyaratkan penyebutan sifat dan karakter barang sebagai syarat sahnya jual beli, karena dalam transaksi jual beli jika sifat dan karakter barang tidak disebutkan akan mengandung unsur gharar. Mazhab Syafi'i mempunyai tiga perincian pendapat dalam persyaratan atas penyebutan sifat dan karakter objek akad agar transaksi tersebut menjadi sah.

---

<sup>138</sup>Al-Sidiq Muhammad al-Amin al-Dharir, *al Gharar fi al 'Uqud.*, 15

- 2) Tidak sah suatu jual beli sehingga disebutkan seluruh sifat dan karakternya sebagaimana barang yang dipesan dalam sistem saham.
- 3) Tidak sah suatu jual beli sehingga disebutkan sifat dan karakter barang yang dikehendaki.
- 4) Sah jual beli dengan tanpa penyebutan dari sifat dan karakter barang, karena mekanisme khiyar ru'yah masih berlaku bagi pembeli, maka sandaran berlaku atas ru'yah ini dan tidak perlu akan penyebutan sifat dan karakternya. Adapun Mazhab Hambali mereka tidak membolehkan jual beli yang objek akadnya tidak jelas sifat dan karakternya.
- 5) Ketidaktahuan (*jahl*) dalam ukuran dan takaran objek akad. Jika objek akad terlihat, baik itu barang ataupun uang, maka tidak diperlukan lagi untuk mengetahui takaran atau kadarnya. Adapun jika objek akad tidak terlihat, maka mengetahui takaran dan kadarnya menjadi syarat sahnya jual beli, karena tidak sah jual beli sesuatu yang kadarnya majhul, begitu juga tidak ada jual beli jika kadar harga atau uangnya majhul, dan hampir tidak ada perselisihan di antara para fuqaha tentang hal ini. Kecuali Syimiblali dari Mazhab Hanafi dengan mengatakan tidak perlunya untuk mengetahui kadar barang untuk sahnya jual beli, sebagaimana pula tidak disyaratkan untuk mengetahui sifat dan karakter dari barang.
- 6) Ketidaktahuan (*jahl*) dalam zat objek akad. Hampir tidak ada perselisihan di antara fuqaha dalam masalah



ini, dengan catatan tidak ada hak khiyar ru'yah bagi pembeli, perselisihan fuqaha ada jika khiyar ru'yah berlaku atau jika ada hak dalam memilih salah satu dari suatu barang dan meninggalkan yang lain. Namun demikian, mazhab Syafi'i, Hambali dan Dhahiri melarang tran-saksi jual beli semacam ini, baik dalam kuantitas banyak maupun sedikit karena adanya unsur gharar. Sebaliknya mazhab Maliki membolehkan hal ini baik dalam kuantitas banyak atau pun sedikit, dengan alasan adanya syarat khiyar menjadikan unsur gharar tidak berpengaruh lagi terhadap akad. Mazhab Hanafiyah membolehkan dalam jumlah dua atau tiga, dan melarang yang melebihi dari tiga, karena khiyar dibolehkan untuk memenuhi kebutuhan, dan kecukupan cukup dipenuhi dengan tiga.

- 7) Ketidaktahuan (*jahl*) dalam waktu akad. Hampir tidak ada perselisihan di antara para fuqaha dalam persyaratan kejelasan waktu dalam transaksi jual beli yang ditanggihkan pembayarannya, karena adanya jahl dalam waktu termasuk jenis gharar yang terlarang dalam akad jual beli.
- 8) Ketidakmampuan dalam penyerahan barang.  
Para fuqaha sepakat bahwa kemampuan penyerahan objek akad merupakan syarat sahnya transaksi jual beli, maka jika objek tidak dapat diserahkan akad jual beli secara otomatis tidak sah.

- 9) Melakukan akad atas sesuatu yang tidak nyata adanya (*ma'dum*).

Objek akad tidak ada pada waktu akad dilakukan, atau keberadaannya majhul pada masa yang akan datang, terkadang objek ada dan terkadang juga tidak ada, maka jual beli semacam ini batil. Sebagai contoh dari ini adalah jual beli anak unta yang belum lahir dan buah sebelum layak dipanen. Seekor unta terkadang melahirkan dan terkadang pula tidak, begitu juga buah terkadang berbuah dan terkadang juga tidak ada. Imam Syirazi<sup>139</sup> mengatakan: “Tidak diperbolehkan jual beli atas sesuatu yang *ma'dum*, seperti buah yang belum muncul wujudnya.” Sebagaimana hadith yang telah diriwayatkan dari Abu Huraiyah r.a bahwa nabi Muhammad saw melarang setiap jual beli yang mengandung unsur *gharar*.

نَهَى رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ عَنْ بَيْعِ الْعَرَرِ

"Rasulullah SAW melarang jual beli (yang mengandung) *gharar*" (HR. Muslim)<sup>140</sup>

<sup>139</sup>Ibrahim ibn Yusuf al-Syirazi, *al-Mihazab*, (Mesir: Isa al-Halbi,tt), 263

<sup>140</sup>Muslim bin al Hajjaj al-Naysaburi, *al-Musnad al-Sahih al-Mukhtasar min al-Sunan bi Naql al-'Adl 'an Rasulillah s. 'a.w* dalam *Mawsu'ah al-Hadith al-Sharif al-Kutub al-Sittah*,( al Riyad: Dar al-Salam li al-Nashr wa al-Tawzi', 2000), hadith nombor 3808, h 939

Para ulama mendefinisikan gharar sebagai setiap transaksi yang memiliki resiko berlipat dan tidak dapat diprediksi. Dengan demikian, setiap transaksi yang ma'dum adalah majhul perkara dan akibatnya, maka jual belinya juga tidak diperbolehkan. Imam Syaukani<sup>141</sup> mengatakan “ ... dan termasuk dari jual beli gharar adalah transaksi atas sesuatu yang ma'dum.”

- 10) Tidak adanya penglihatan (*ru'yah*) atas objek akad.

Para fuqaha berselisih pendapat tentang boleh tidaknya menjual barang atau objek akad yang tidak terlihat (*'ain ghaibah*), sebagian mereka berpendapat tidak boleh menjual *'ain ghaibah* secara mutlak walaupun sifat dan karakternya sudah diketahui dengan pasti, maka merupakan sebuah keharusan menurut mereka untuk melihat secara langsung objek akad yang akan dijual pada waktu akad berlangsung.

### 3. Terhindar dari unsur judi

Judi (*maysir*) merupakan bentuk objek yang diartikan sebagai tempat untuk memudahkan sesuatu. Dikatakan memudahkan sesuatu karena seseorang yang seharusnya menempuh jalan yang susah payah akan tetapi mencari jalan pintas dengan harapan dapat mencapai apa yang dikehendaki, walaupun jalan pintas tersebut bertentangan dengan nilai serta

---

<sup>141</sup> Muhammad bin Ali Asy-Syaukani, *Nailu al-Auṭar*, Jilid V, (Syirkah Ikatiddin, 1994), 172

aturan syariah. Dalam kitab *al-Mu'jam al-Wasîf*<sup>142</sup> kata *maysir* di-muradif-kan dengan kata *qimar*. Sedangkan *lafal qimar* diartikan sebagai: “Setiap bentuk permainan yang mengandung unsur pertaruhan (judi).” Dalam *al-Mu'jam al-Wasîf* judi “*maysir*” adalah salah satu bentuk perjudian orang Arab pada masa jahiliah dengan menggunakan azlam, atau sebuah permainan yang menggunakan qidah dalam segala sesuatu. Dan dikatakan juga bahwa *maysir* adalah segala sesuatu yang mengandung unsur *qimar*, bahkan hingga permainan seorang anak kecil dengan *jauz*.

Allah SWT dan Rasulullah saw telah melarang segala jenis perjudian, hal tersebut tertuang dalam Al-Qur'an surat al-Maidah ayat 90-91 :

يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِنَّمَا الْحَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلُمُ رِجْسٌ مِّن

عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴿٩١﴾ إِنَّمَا يُرِيدُ الشَّيْطَانُ أَنْ

يُوقِعَ بَيْنَكُمْ الْعَدُوَّةَ وَالْبَغْضَاءَ فِي الْحَمْرِ وَالْمَيْسِرِ وَيَصُدَّكُمْ عَنْ ذِكْرِ

اللَّهِ وَعَنِ الصَّلَاةِ فَهَلْ أَنْتُمْ مُنتَهُونَ ﴿٩١﴾

<sup>142</sup>Shauqi ḍaif, *Al-Mu'jam Al-Wasîf* (المعجم الوسيط), Mesir : Maktabah ṣurauq ad-Dauliyyah, 2011),352

“Hai orang-orang yang beriman, Sesungguhnya (meminum) khamar, berjudi, (berkorban untuk) ber-hala, mengundi nasib dengan panah adalah Termasuk perbuatan syaitan. Maka jauhilah perbuatan-perbuatan itu agar kamu mendapat keber-untungan.(90) Sesungguhnya syaitan itu bermaksud hendak menimbulkan permusuhan dan kebencian di antara kamu lantaran (meminum) khamar dan berjudi itu, dan menghalangi kamu dari mengingat Allah dan sembahyang; Maka berhentilah kamu (dari mengerjakan pekerjaan itu)(91)”<sup>143</sup>

Perjudian (*maysir*), orang Arab Jahiliah mempunyai kebiasaan menyimpan tiga buah anak panah di dalam Ka’bah yang dibalut kertas atau kain bertuliskan lakukan, jangan lakukan dan kosong. Biasanya sebelum melakukan perjalanan jauh, mereka menemui juru kunci Kakbah dan minta diambilkannya salah satu anak panah. Bila yang terambil anak panah bertuliskan lakukan, mereka akan melakukan perjalanan jauh dan menganggap perjalanan mereka akan mendapat keselamatan. Ini merupakan *game of chance* yang dilakukan tanpa usaha.

Terhadap hal yang dilakukan Arab Jahiliah tersebut Allah memberi peringatan dalam Al-Qur’an surat Al-Maidah: 90

---

<sup>143</sup> Departemen Agama, *Al-Qur’an dan Terjemahnya*., 176

يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِنَّمَا الْحَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْمُ رِجْسٌ مِّنْ  
 عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ

Hai orang-orang yang beriman, sesungguhnya (meminum) khamar, berjudi, (berkorban untuk) berhala, mengundi nasib dengan panah, adalah Termasuk perbuatan syaitan. Maka jauhilah perbuatan-perbuatan itu agar kamu mendapat keberuntungan (Al-Maidah:90).<sup>144</sup>

Dalam ayat di atas tidak disebutkan ‘illat-nya hanya mengemukakan sebuah perbuatan yang kotor dan perbuatan setan, di mana pernyataan tersebut tidak dapat dijadikan ‘illat. Mengenai illat judi menurut Hosen<sup>145</sup> mengemukakan bahwa hakekat judi menurut bahasa Arab adalah permainan yang mengandung unsur taruhan yang dilakukan oleh dua orang atau lebih secara langsung atau berhadap-hadapan di dalam suatu majelis.

Hosen<sup>146</sup> sebelum menjelaskan ‘illat maysîr atau sebab judi Arab, dikemukakan bahwa sifat yang dijadikan illat harus sebagai berikut, yaitu:

1. Merupakan sifat yang jelas (kongkrit) yang dapat dicerta atau ditangkap panca indra.

---

<sup>144</sup> Ibid.

<sup>145</sup> Ibrahim Hosen, *Apakah Judi Itu?*, (Jakarta: Lembaga Kajian Ilmiah Institut Ilmu AlQur'an (IIQ), 1987), 21

<sup>146</sup> Ibid.,31

2. Merupakan sifat yang *munḍabit* artinya yang mantap, tetap, pasti, tidak berubah-ubah, karena situasi dan kondisi.
3. Sifat relevan (*munasif*), artinya sifat yang dijadikan *illat* tadi mengandung hikmah.
4. Sifat itu harus dibawa/dikembangkan pada kasus-kasus yang timbul kemudian, ini dilakukan untuk diqiyaskan.

Selanjutnya dikemukakan oleh Ibrahim Hosen bahwa yang pertama kali berhasil menemukan *illat maysir* adalah Imam Shafi'i. '*Illat maysîr* menurut Imam Shafi'i adalah berhadap-hadapan secara langsung. Dalam fiqh mazhab Shafi'i ada tiga macam taruhan yang dibenarkan oleh agama Islam, yaitu:<sup>147</sup>

- a. Apabila yang mengeluarkan barang atau harta yang dipertaruhkan adalah pihak ketiga.
- b. Taruhan yang bersifat sepihak.
- c. Taruhan yang dilakukan oleh kedua orang atau lebih dengan ketentuan siapa saja yang kalah harus membayar atau memberikan sesuatu kepada seseorang yang menang. Akan tetapi cara ini harus dengan yang menghalalkan (*muhallil*)

Menurut Muhammad Abduh dalam Tafsir Al-Manar sebagaimana yang dikemukakan oleh Ibrahim Husen berpendapat bahwa lotere (undian) berbeda dengan judi (*maisir*), sebab lotere dilakukan tidak berhadap-hadapan secara

---

<sup>147</sup> Ibid.,35

langsung. Asy-Saukani<sup>148</sup> menjelaskan bahwa yang dimaksud dengan maysir adalah: Setiap permainan yang pemainnya tidak sunyi dari menang atau kalah, maka disebut dengan maysir.

Dalam kitab *Fathul Bari*<sup>149</sup> sebagaimana yang dikemukakan juga oleh Ibrahim Husen bahwa yang disebut judi adalah apabila masing-masing kedua pihak mengeluarkan taruhan, siapa yang menang akan mengambil benda-benda yang dijadikan taruhan tersebut. Artinya, judi (*maysir*) adalah permainan baik yang lama maupun yang baru timbul yang mengandung unsur taruhan dan dilakukan secara berhadapan-hadapan secara langsung. Sedangkan apabila unsur berhadapan-hadapan secara langsung tidak ada atau unsur taruhan itu ada, tetapi tidak dilakukan secara berhadapan-hadapan secara langsung, maka permainan itu tidak bisa dikategorikan sebagai judi (*maysir*).

#### 4. Terhindar dari unsur haram

Investasi yang dilakukan oleh seorang investor muslim diharuskan terhindar dari unsur haram. Sesuatu yang haram merupakan segala sesuatu yang dilarang oleh Allah SWT dan Rasul-Nya saw dalam Al-Qur'an dan Hadis-Nya. Kata haram secara etimologi bermakna “yang berarti melarang”. Sesuatu

---

<sup>148</sup> Muhammad bin Ali Asy-Syaukani, *Nail al-Auṭar*, Juz VIII, (Syirkah Ikatiddin, 1994), 258

<sup>149</sup> Ahmad bin Ali Ibnu Hajar, *Fathul Bari*, Juz 5, (Libanon : Dar al-Fikr, tth), 413



yang haram berarti yang dilarang untuk melakukannya.<sup>150</sup> Dalam kaidah uşul fiqh haram didefinisikan sebagai: “Haram adalah sesuatu yang disediakan hukuman (*iqab*) bagi yang melakukan dan disediakan pahala bagi yang meninggalkan karena diniatkan untuk menjalankan *shari’at-Nya*.”

Secara garis besar sesuatu yang haram dikategorikan menjadi 2 (dua, yaitu:

1. Haram secara zatnya Babi, Khamr, darah, bangkai, perjudian dan segala sesuatu yang dipersembahkan bagi selain Allah SWT adalah contoh sesuatu yang haram secara zat.
2. Haram karena proses yang ditempuh dalam memperoleh sesuatu. Makanan atau barang halal yang diperoleh dengan cara bathil (mencuri, merampok dan lainnya) menjadi tidak halal hukumnya.

## 5. Terhindar dari unsur *Shubhat*

Kata *shubhat* berasal dari mirip, serupa, semisal dan bercampur. Dalam terminologi *shari’ah*, *shubhat* diartikan “Sesuatu perkara yang tercampur (antara halal dan haram), akan tetapi tidak diketahui secara pasti apakah ia sesuatu yang halal atau haram, dan apakah ia hak ataukah batil.” Dalam hadith

---

<sup>150</sup> Shauqi  aif, *Al-Mu’jam Al-Wasit* (المعجم الوسيط), Mesir : Maktabah şuraug ad-Dauliyah, 2011),350

riwayat Imam Bukhari dan Muslim dinyatakan sebagai berikut<sup>151</sup>:

عَنْ أَبِي عَبْدِ اللَّهِ التُّعْمَانِ بْنِ بَشِيرٍ رَضِيَ اللَّهُ عَنْهُمَا قَالَ: سَمِعْتُ  
رَسُولَ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ يَقُولُ: (إِنَّ الْحَلَالَ بَيِّنٌ وَإِنَّ الْحَرَامَ  
بَيِّنٌ وَبَيْنَهُمَا أُمُورٌ مُشْتَبِهَاتٌ لَا يَعْلَمُهُنَّ كَثِيرٌ مِنَ النَّاسِ، فَمَنْ  
اتَّقَى الشُّبُهَاتِ فَقَدِ اسْتَبْرَأَ لِدِينِهِ وَعَرْضِهِ (رواه البخاري والمسلم)

“Yang halal itu telah jelas, dan yang haram juga telah jelas, di antara keduanya ada hal-hal yang syubhat (tidak jelas) yang tidak diketahui oleh kebanyakan manusia. Barang siapa menjaga/ menghindari syubhat, maka telah benar-benar selamat agama dan kehormatannya.”

Kalimat *وَبَيْنَهُمَا أُمُورٌ مُشْتَبِهَاتٌ* bermakna Di antara

keduanya yakni diantara halal dan haram, artinya secara asal dia bukan termasuk haram, dan juga bukan termasuk halal. *Umûrun Mushtabihât* – perkara yang samar yakni perkara yang belum jelas hukum halal haramnya.<sup>152</sup>

<sup>151</sup> Imam Bukhari dalam *ṣaḥīḥnya* no 52 dan Imam Muslim dalam *ṣaḥīḥnya* no 1599

<sup>152</sup> Syaikh Ismail bin Muhammad Al Anṣari, *At Tuhfah ‘Ar-Rabbabiyah*, No. 6. Maktabah Al Mishkah

Seorang muslim disarankan menjauhi aktivitas bisnis atau investasi yang beraroma syubhat, karena jika hal tersebut tetap dilakukan maka pada hakikatnya telah terjerumus pada suatu yang haram, sebagaimana apa yang telah dinyatakan oleh para ulama dan fuqaha dalam sebuah kaidah fikih sebagai berikut: "Apabila berkumpul antara halal dan yang haram dimenangkan yang haram".

#### **D. Etika Bisnis**

Etika bisnis merupakan cara untuk melakukan kegiatan bisnis, yang mencakup seluruh aspek yang berkaitan dengan individu, perusahaan dan juga masyarakat. Etika Bisnis dalam suatu perusahaan dapat membentuk nilai, norma dan perilaku karyawan serta pimpinan dalam membangun hubungan yang adil dan sehat dengan pelanggan/mitra kerja, pemegang saham, masyarakat.

Perusahaan menyakini prinsip bisnis yang baik adalah bisnis yang beretika, yakni bisnis dengan kinerja unggul dan berkesinambungan yang dijalankan dengan mentaati kaidah-kaidah etika sejalan dengan hukum dan peraturan yang berlaku. Etika Bisnis dapat menjadi standar dan pedoman bagi seluruh karyawan termasuk manajemen dan menjadikannya sebagai pedoman untuk melaksanakan pekerjaan sehari-hari dengan dilandasi moral yang luhur, jujur, transparan dan sikap yang profesional

Dalam ekonomi shari'ah beberapa hal yang harus dipenuhi atau kewajiban yang harus ditaati oleh pelakunya dijelaskan Nawawi<sup>153</sup> di bawah ini.

### **1. Kebebasan Dalam Berekonomi**

Kebebasan berekonomi dibedakan menjadi dua hal, yaitu (1) kebebasan eksistensial yang berkaitan dengan kemampuan seseorang untuk menentukan tindakan sendiri yang terfokus pada penentuan untuk apa bukan dari apa. Kebebasan ini berwujud yang positif dan disengaja, (2) Kebebasan sosial yang menekankan kebebasan dari apa atau siapa. Kebebasan berwujud negatif karena seseorang disebut bebas apabila kemungkinan-kemungkinannya bertindak tidak dibatasi oleh orang lain.

Dalam kerangka merealisasikan konsep kebebasan individu pada kegiatan ekonomi, kapitalisme menekankan prinsip persamaan bagi setiap individu masyarakat dalam kegiatan ekonomi secara bebas untuk meraih kekayaan. Realitasnya, konsep kebebasan tersebut menimbulkan keracunan bagi proses distribusi *income* (pendapatan) dan kekayaan. Selain itu, sistem tersebut secara otomatis mengklasifikasikan masyarakat menjadi dua bagian, yaitu pemilik modal dan para pekerja. Dalam konsep sosialisme, masyarakat tidak mempunyai kebebasan sedikit pun dalam melakukan kegiatan ekonomi. Kepemilikan individu

---

<sup>153</sup> Ismail Nawawi, *Isu-Isu Ekonomi Islam; Kompilasi Pemikiran dan Teori Menuju Praktik di Tengah Arus Ekonomi Global*, Buku 4, 148-154

dihilangkan dan tidak ada kebebasan untuk melakukan transaksi dalam kesepakatan perdagangan. Dalam ekonomi Islam, tidak menafikan intervensi pemerintah. Kebijakan pemerintah merupakan sebuah keniscayaan ketika perekonomian dalam kondisi darurat, selama hal ini dibenarkan secara *shar'i*. intervensi harus dilakukan ketika suatu kegiatan ekonomi berdampak pada kemudharatan bagi kemaslahatan masyarakat. Intervensi juga harus diterapkan ketika pasar tidak beroperasi secara normal akibat penyimpangan mekanisme pasar, seperti halnya kebijakan pemerintah dalam memberantas monopoli (*false demand and supply*) dari mekanisme pasar. Maka dari itu, tetap dibenarkan kepemilikan individu dan kebebasan bertransaksi sepanjang tetap dalam koridor syariah. Kebebasan tersebut akan mendorong masyarakat untuk beramal dan memproduksi demi tercapainya kemaslahatan hidup bermasyarakat.

Kebebasan dalam ekonomi Islam dapat dibedakan dalam beberapa kategori, yaitu kebebasan dalam berinteraksi, kebebasan dalam memproduksi, kebebasan dalam berbelanja, memiliki dan mengonsumsi kebebasan dalam memilih, melanjutkan atau membatalkan dalam transaksi dan kebebasan dalam menentukan harga dan barang. Walaupun Islam memberikan kebebasan dalam ekonomi, tapi ada sarana kontrolnya yaitu Al-Qur'an dan As-Sunah.

Beberapa firman Allah dalam Al-Qur'an antara lain menyebutkan jangan memakan produk yang haram dan dalam Al-Qur'an dihalalkan yang baik-baik dan diharamkan segala yang buruk.

يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا كُلُوا مِن طَيِّبَاتِ مَا رَزَقْنَاكُمْ وَاشْكُرُوا لِلّٰهِ إِنَّ

كُنتُمْ لِآيَاتِهِ تَعْبُدُونَ ﴿١٧٢﴾

“Hai orang-orang yang beriman, makanlah di antara rezki yang baik-baik yang Kami berikan kepadamu dan bersyukurlah kepada Allah, jika benar-benar kepada-Nya kamu menyembah” (Q.S.Al-Baqarah, 172.)<sup>154</sup>

الَّذِينَ يَتَّبِعُونَ الرَّسُولَ النَّبِيَّ الْأُمِّيَّ الَّذِي يَجِدُونَهُ مَكْتُوبًا عِنْدَهُمْ

فِي التَّوْرَةِ وَالْإِنْجِيلِ يَأْمُرُهُمْ بِالْمَعْرُوفِ وَيَنْهَاهُمْ عَنِ الْمُنْكَرِ وَيُحِلُّ

لَهُمُ الطَّيِّبَاتِ وَيُحَرِّمُ عَلَيْهِمُ الْخَبِيثَاتِ وَيَضَعُ عَنْهُمْ إِصْرَهُمْ وَالْأَغْلَالَ

الَّتِي كَانَتْ عَلَيْهِمْ فَالَّذِينَ ءَامَنُوا بِهِ وَعَزَّرُوهُ وَنَصَرُوهُ وَاتَّبَعُوا النُّورَ

الَّذِي أُنزِلَ مَعَهُ أُولَٰئِكَ هُمُ الْمُهْتَدُونَ ﴿١٥٧﴾

<sup>154</sup> Departemen Agama, *Alqur'an dan Terjemahnya*, 42

Yang menyuruh mereka mengerjakan yang ma'ruf dan melarang mereka dari mengerjakan yang mungkar dan menghalalkan bagi mereka segala yang baik dan mengharamkan bagi mereka segala yang buruk dan membuang dari mereka beban-beban dan belenggu-belenggu yang ada pada mereka. Maka orang-orang yang beriman kepadanya. Memuliakannya, menolongnya dan mengikuti cahaya yang terang yang diturunkan kepadanya (Al Quran), mereka Itulah orang-orang yang beruntung” (Al-A'raf, 157)<sup>155</sup>

Allah melarang berkosumsi yang boros sebagaimana firman-Nya:

وَلَا تُسْرِفُوا إِنَّهُ لَا يُحِبُّ الْمُسْرِفِينَ ﴿١٤١﴾

“Janganlah kamu berlebih-lebihan. Sesungguhnya Allah tidak menyukai orang yang berlebih-lebihan”.(Q.S. Al-An'am, 141)<sup>156</sup>

## 2. Keseimbangan Hak Individu Dan Hak Kolektif.

Beberapa ahli Barat menyatakan Islam sebagai agama yang menjaga diri, tetapi toleran membuka diri. Selain itu para ahli tersebut menyatakan Islam adalah agama yang memiliki unsur keagamaan dan mementingkan segi akhirat

<sup>155</sup> Ibid.,246

<sup>156</sup> Ibid.,212

dan segi dunia. Demikian juga hakikatnya pemilik alam semesta beserta isinya hanyalah Allah semata. Manusia hanyalah merupakan wakil Allah dalam rangka memakmurkan dan menyejahterakan bumi. Kepemilikan manusia merupakan derivasi kepemilikan Allah yang hakiki. Untuk itu, setiap langkah dan kebijakan ekonomi yang diambil oleh manusia untuk memakmurkan alam semesta tidak boleh bertentangan dengan ketentuan yang digariskan oleh Allah Yang Maha Memiliki. Allah SWT berfirman:

وَإِن يَمَسُّكَ اللَّهُ بِضُرٍّ فَلَا كَاشِفَ لَهُ إِلَّا هُوَ وَإِن يَمَسُّكَ بِخَيْرٍ

فَهُوَ عَلَىٰ كُلِّ شَيْءٍ قَدِيرٌ ﴿١٧﴾

"kepunyaan Allahlah kerajaan langit dan bumi dan apa yang ada diantara keduanya; Dia menciptakan apa yang dikehendaki-Nya. dan Allah Maha Kuasa atas segala sesuatu (Al-Maidah, 17).<sup>157</sup>

Firman Allah di Surat yang lain:

ءَامِنُوا بِاللَّهِ وَرَسُولِهِ وَأَنْفِقُوا مِمَّا جَعَلَكُمْ مُسْتَحْلِفِينَ فِيهِ فَالَّذِينَ

ءَامِنُوا مِنْكُمْ وَأَنْفِقُوا لَهُمْ أَجْرٌ كَبِيرٌ ﴿٧﴾

<sup>157</sup> Ibid.,173



“Berimanlah kamu kepada Allah dan Rasul-Nya dan nafkahkanlah sebagian dari hartamu yang Allah telah menjadikan kamu menguasainya. Maka orang-orang yang beriman di antara kamu dan menafkahkan (sebagian) dari hartanya memperoleh pahala yang besar” ( Q.S. al-Hadid: 7)<sup>158</sup>

Kepemilikan Allah merupakan kepemilikan murni dan hakiki. Harta yang dimiliki oleh manusia merupakan titipan yang kelak pasti kembali kepada-Nya. Kendatipun demikian, manusia diberi kebebasan untuk memberdayakan, mengelola, dan memanfaatkan harta benda sebagaimana yang telah disyari’atkan. Adapun kepemilikan manusia terhadap sumber daya alam terbagi menjadi kepemilikan individu dan kepemilikan publik (private and public property).

Ingin menguasai dan memiliki harta kekayaan, sesuai dengan sifat dasar manusia. Karena itu, syariah Islam membenarkan kepemilikan individu, tetapi tidak bersifat mutlak. Terlebih dalam mencari, mengelola dan membelanjakan harta harus sesuai dengan nilai-nilai syariah. Tidak boleh menghalalkan segala cara yang merugikan pihak lain dan dapat mengganggu kemaslahatan bersama.

Allah SWT berfirman dalam Surat Al-Baqarah (2) aya, 279).

---

<sup>158</sup> Ibid.,901

فَإِنْ لَمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ <sup>ص</sup> وَإِنْ تُبْتُمْ فَلَكُمْ

رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ ﴿٢٧٩﴾

“Maka jika kamu tidak mengerjakan (meninggalkan sisa riba), Maka ketahuilah, bahwa Allah dan Rasul-Nya akan memerangimu. dan jika kamu bertaubat (dari pengambilan riba), Maka bagimu pokok hartamu; kamu tidak Menganiaya dan tidak (pula) dianiaya” (Q.S. Al-Baqarah: 279).<sup>159</sup>

Konsep keseimbangan merupakan karakteristik dasar ekonomi Islam. Karena Allah telah menciptakan segala sesuatu dengan seimbang. Salah satu wujud keseimbangan kepemilikan manusia adalah adanya kepemilikan publik sebagai penyeimbang kepemilikan individu. Kepemilikan publik merupakan kepemilikan yang secara asal telah ditentukan oleh syariah. Asas dan pijakan kepemilikan publik adalah kemaslahatan bersama. segala komoditas dan jasa yang dapat menciptakan ataupun menjaga keseimbangan dan kemaslahatan bersama merupakan barang publik yang tidak boleh dimiliki secara individu (public goods). Kepemilikan public goods dapat didelegasikan kepada pemerintah ataupun instansi lain yang mempunyai nilai-nilai amanah dan responsibility (tanggungjawab) yang dapat dibenarkan oleh shari’ah.

<sup>159</sup> Ibid.,70

Berkenaan dengan kepemilikan publik, Rasulullah pernah mengidikasikannya dalam sebuah hadits,

المُسْلِمُونَ شُرَكَاءُ فِي ثَلَاثٍ فِي الْكَلْبِ وَالْمَاءِ وَالنَّارِ

"Manusia berserikat (bersama-sama memiliki) dalam tiga hal: air, padang rumput dan api " (HR Ahmad dan Abu Dawud).<sup>160</sup>

“Manusia bersekutu dalam 3 hal: air, padang sahara, dan api”. Penuturan Rasulullah atas ketiga komoditas di atas, bukan berarti public goods hanya dibatasi oleh 3 (tiga) komoditas tersebut. Akan tetapi, makna hadits tersebut dikontekstualisasikan sesuai dengan perkembangan zaman. Sebagian ulama berpendapat, penyebutan Rasulullah atas ketiga komoditas tersebut adalah sebagai contoh dan bukan berupa pembatasan. Dengan demikian, kita bisa melakukan derivasi atas segala barang yang bersumber dari ketiga komoditas tersebut. Selain itu, kita juga bisa mengambil substansi komoditas tersebut dalam mewujudkan kemaslahatan hidup bersama, sehingga kita mampu melakukan analogi terhadap semua jenis komoditas dengan tingkat substansi yang sama.

Kepemilikan publik merupakan jenis atau bentuk komoditas yang berfungsi sebagai elemen kemaslahatan hidup bersama yang tidak boleh dimiliki oleh individu.

---

<sup>160</sup> Ash-Shawkani, *Nayl al-Awṭar* (Beirut: Dar al-Fikr, 1994), jil. 6, 48.

Komoditas tersebut harus dikelola oleh sebuah instansi yang berfungsi menjaga kemaslahatan hidup bersama. Al-Mawardi<sup>161</sup> menjelaskan “kepemilikan publik, tidak hanya terbatas pada tiga macam benda tersebut saja melainkan juga mencakup segala sesuatu yang diperlukan oleh masyarakat dan jika tidak terpenuhi, dapat menyebabkan perpecahan dan persengketaan. Hal ini disebabkan karena adanya indikasi al-shari' yang terkait dengan masalah ini memandang bahwa benda-benda tersebut dikategorikan sebagai kepemilikan umum karena sifat tertentu yang terdapat didalamnya sehingga dikategorikan sebagai kepemilikan umum..”segala hasil tambang yang menjadi pilar utama kemaslahatan hidup bersama, seperti air, garam, sulfur, aspal, gift, minyak, batubara, dan lain sebagainya, tidak boleh dikuasai oleh individu yang tujuannya bukan untuk kemaslahatan bersama. karena hal tersebut akan menimbulkan kerugian dan kesengsaraan bagi kehidupan masyarakat”. Demikian juga dengan tanah pemerintah, harta wakaf, sumber kekuatan hidrolik, dan sumber-sumber kekuatan lainnya termasuk dalam kategori public goods yang tidak boleh dimiliki oleh individu. Hal sebagaimana tersebut, dikhawatirkan terjadinya eksploitasi dalam mendapatkan keuntungan dari komoditas yang dimiliki. Tentunya, hal tersebut akan menyebabkan ketidakseimbangan dalam kehidupan masyarakat.

---

<sup>161</sup> Al-Mawardi, *al-Aḥkām al-Sulṭaniyyah wa al-Wilayah al-Diniyyah* (Beirut: Dar al-Fikr, 1960), 180-184.

### 3. Berorientasi pada Kemasalahatan

Esensi *maslahat* pada prinsipnya adalah mengambil manfaat dan menolak kemudlaratan dalam rangka memelihara tujuan syari'at (*maqāṣid al-shari'ah*) yang mencakup lima hal, yaitu memelihara agama, jiwa, akal, keturunan dan harta benda. *Maslahat* berperan memastikan terpeliharanya lima prinsip tersebut, sedangkan *mafsadat* adalah merugikan terpeliharanya prinsip ini.<sup>162</sup> Hal senada juga dikemukakan oleh Fakhrudin al-Razi,<sup>163</sup> Imam al-Juwaini, al-Tufi, al-Syatibi<sup>164</sup> dan lainnya.

Ulama kontemporer Yusuf Qardhawi mengurai *maqāṣid al-shari'ah* dengan mengutip pemikiran Ibnu Qayyim menyatakan bahwa dimensi *maqāṣid shari'ah* adalah kemasalahatan seluruh umat manusia. Kemasalahatan yang hendak diwujudkan dan diraih oleh hukum Islam itu bersifat universal, kemasalahatan sejati, bersifat duniawi dan ukhrawi, lahir, batin, individu, umum hari ini dan esok. Semua terlindungi dan terlayani dengan baik, tanpa membedakan jenis golongan, status social, daerah asal,

---

<sup>162</sup> Abdul Hamid al-Ghazali, *al-Mustasfā*, jilid 1, (Bagdad: Mutsannā,1970), 286

<sup>163</sup> Fakhruddin al-Razi, *al-maḥṣūl fi Ilmi al-Ushūl* (Beirut: Dar al-Kutub al-Ilmiyah,1988)

<sup>164</sup> Ibrahim Ibn Musa asy-Syatibi, *Muwāḍfaqāt fi Uṣūl Shari'ah*, vol.II (Beirut: Dār- al-Ma'rifah, tt), . 29-39

keturunan, orang lemah dan kuat, penguasa ataupun rakyat.<sup>165</sup>

Islam dalam membentuk permasalahan dan kemanfaatan selalu berorientasi kepentingan individu dan kepentingan bersama termasuk dalam menentukan aturan-aturan ekonomi antara lain melalui jual beli sebagai manifestasi mengkosumsikan (menafkahkan) harta benda. Jual beli mempunyai tujuan mendapatkan kenikmatan, kelezatan, kemanfaatan dan kebahagiaan hidup di dunia tercapai dengan baik.

Hal ini sebagaimana firman Allah:

الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يُفُومُونَ إِلَّا كَمَا يُفُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ  
الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ  
اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِّن رَّبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا  
سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا  
خَالِدُونَ

“Orang-orang yang Makan (mengambil) riba[7] tidak dapat berdiri melainkan seperti berdirinya orang yang

---

<sup>165</sup> Yusuf Qardhawi, *Madkhal li-Dirāsāt al-shari’ah al-Islāmiyah*, (Kairo; Maktabah Wahbah,tt), 62

kemasukan syaitan lantaran (tekanan) penyakit gila. Keadaan mereka yang demikian itu, adalah disebabkan mereka berkata (berpendapat), Sesungguhnya jual beli itu sama dengan riba, Padahal Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. orang-orang yang telah sampai kepadanya larangan dari Tuhannya, lalu terus berhenti (dari mengambil riba), Maka baginya apa yang telah diambilnya dahulu [9] (sebelum datang larangan); dan urusannya (terserah) kepada Allah. orang yang kembali (mengambil riba), Maka orang itu adalah penghunipenghuni neraka; mereka kekal di dalamnya.” (Q.S. Al-Baqarah, 275).<sup>166</sup>

Kemaslahatan dan kemanfaatan bagi individu dan masyarakat merupakan hal terpenting dalam kehidupan ekonomi. Hal inilah yang menjadi karakteristik ekonomi Islam, dimana kemaslahatan individu dan bersama harus saling mendukung. Dalam arti, kemaslahatan individu tidak boleh dikorbankan demi kemaslahatan bersama dan sebaliknya. Dalam mewujudkan kemaslahatan kehidupan bersama, negara mempunyai hak intervensi apabila terjadi eksploitasi atau kezaliman dalam mewujudkan sebuah kemaslahatan. Negara harus bertindak jika terjadi sebuah penyimpangan operasional yang merugikan hak-hak kemaslahatan.

---

<sup>166</sup> Departemen Agama, *al-Qur'an dan terjemahnya*, 69

Untuk mengatur dan menjaga kemaslahatan dan kemanfaatan masyarakat, diperlukan sebuah instansi yang mendukung. Al-Hisbah merupakan instansi keuangan dalam pemerintahan Islam yang berfungsi sebagai pengawas atas segala kegiatan ekonomi. Lembaga tersebut bertugas untuk mengawasi semua infrastruktur yang terlibat dalam mekanisme pasar. Apabila dalam mekanisme terjadi penyimpangan operasional, maka al-Hisbah berhak melakukan intervensi. Selain itu, al-Hisbah mempunyai wewenang untuk mengatur tata letak kegiatan ekonomi, di samping diwajibkan untuk menyediakan semua fasilitas kegiatan ekonomi demi terciptanya kemaslahatan bersama.

Empat karakteristik dasar yang telah diuraikan merupakan elemen utama yang membedakan konsep ekonomi Islam dengan ekonomi kontemporer. Dari beberapa literatur yang ada, dapat juga ditemukan karakteristik lain sebagai rujukan atau prinsip dasar ekonomi Islam, yaitu:

- a. Saling menjaga kemaslahatan bersama dan saling mengasihi satu sama lain. Hal tersebut dapat direalisasikan dengan penetapan harga yang adil dan upah yang sesuai dengan pekerjaan serta aplikasi konsep shadaqah dan zakat.
- b. Mengajak untuk menggunakan uang sebagai *medium of exchange* (alat tukar) bukan sebagai komoditas yang dapat menggiring seseorang terjerumus ke dalam transaksi ribawi. Menciptakan mekanisme pasar yang



jauh dari praktik iktikar (monopoli), penipuan, dan tindak kezaliman.

Mengajak untuk bersama-sama meningkatkan pertumbuhan dan kesejahteraan ekonomi dengan cara bekerja secara profesional dan mendorong bangkitnya sektor produksi. Di samping itu, harus dijauhkan sifat boros dan bermewah-mewahan dalam membelanjakan harta.

#### 4. Saling Menguntungkan dalam Bisnis

Berkaitan dengan etika ekonomi dan bisnis, Qardawi<sup>167</sup> dan Chapra,<sup>168</sup> mengemukakan mengenai etika ekonomi pada umumnya. Prinsip etika tersebut berkaitan dengan dasar-dasar yang dapat dijadikan pegangan agar kegiatan ekonomi berjalan sesuai kodrat dan aturan yang ada. Prinsip-prinsip itu antara lain adalah :

- a. Prinsip otonomi; yaitu sikap dan kemampuan manusia untuk bertindak berdasarkan kesadarannya sendiri tentang apa yang dianggapnya baik untuk dilakukan. Untuk bertindak secara otonom, semestinya ada kebebasan untuk mengambil keputusan dan bertindak berdasar keputusan itu disertai dengan tanggung jawabnya. Kondisi ini dikarenakan manusia diberi kemampuan yang dalam terminologi

---

<sup>167</sup>Yusuf Qardhawi, *Daur al-Qiyam al-Ahlaqiyyah fi al-Iqtisad al-Islamy*, (Kairo: Maktabah Wahbah, 1995),171

<sup>168</sup> M. Umer Chapra, *Islam and the Economic Challenge.*, 202.

fikih disebut *al-ahliyah* baik dalam kapasitas *ahliyyah al-wujûb* maupun *ahliyah Al-ada'*. Kemampuan yang sempurna memberikan tanggung jawab penuh pada pelaksanaan setup aktivitas ekonomi. Kemampuan itu baru dapat berfungsi secara maksimal jika sikap otonom dimiliki. Dalam kaitannya dengan sikap otonomi, sikap tanggung jawab penting karena

- 1) Kesiediaan untuk melakukan apa yang harus dilakukan, dengan sebaik mungkin. Bertanggung jawab berarti sikap seseorang terhadap tugas yang membebani instansi atau dirinya. Ia merasa terikat untuk menyelesaikannya, demi tugas itu sendiri.
- 2) Sikap bertanggung jawab lebih tinggi dari pada tuntutan etika atau peraturan. Etika atau peraturan hanya mempertanyakan apakah sesuatu boleh atau tidak, sedangkan sikap bertanggung jawab lebih terkait dengan nilai yang diemban atau akan dihasilkan.
- 3) Wawasan orang yang bersedia untuk bertanggung jawab secara prinsip tidak terbatas. Ia tidak membatasi perhatiannya pada apa yang menjadi urusan dan kewajibannya, melainkan merasa bertanggung jawab di mana saja diperlukan.
- 4) Kesiediaan untuk bertanggung jawab termasuk kesiediaan untuk diminta dan untuk memberi

pertanggungjawaban atas tindakanya, atas pelaksanaan tugas dan kewajibannya.

- b. Prinsip kejujuran. Dasar setiap usaha untuk menjadi orang kuat secara moral adalah kejujuran. Kejujuran merupakan kualitas dasar kepribadian moral. Tanpa kejujuran, manusia tidak menjadi dirinya sendiri. Tidak jujur berarti tidak seia-sekata dan itu berarti tidak sanggup mengambil sikap yang lurus. Tanpa kejujuran, keutamaan-keutamaan moral lainnya akan hilang. Bersikap baik terhadap orang lain, misalnya, tapi tanpa kejujuran, adalah kemunafikan dan tidak jarang beracun. Begitu pula sikap "*Sepi ing pamrih rame ing gawe*" menjadi sarana kelicikan dan penipuan apabila tidak berakar dalam kejujuran. Bersikap jujur terhadap orang lain memiliki dua arti yaitu: [1] Sikap terbuka dalam pengertian bahwa kita selalu muncul sebagai diri kita sendiri dalam segala sikap dan tindakan. [2] Sikap wajar atau fair yaitu memperlakukan orang menurut standar-standar yang diharapkan dan dipergunakan orang lain terhadap dirinya. Menghormati hak orang lain, selalu memenuhi janji yang dibuatnya, juga terhadap orang yang tidak dalam posisi untuk menuntutnya merupakan suatu keharusan dalam kejujuran. Orang yang tidak jujur senantiasa berada dalam pelarian, la lari dari orang lain yang ditakuti sebagai ancaman dan lari dari dirinya sendiri karena tidak berani menghadapi kenyataannya yang sebenarnya.

Kejujuran dalam ekonomi Islam terwujud dalam berbagai aspek: (1) kejujuran yang terwujud dalam pemenuhan syarat syarat perjanjian dan kontrak, (2) kejujuran yang terwujud dalam penawaran barang dan jasa dengan mutu yang baik, dan (3) kejujuran menyangkut hubungan kerja.

Banyak ayat maupun hadits yang mengapresiasi kejujuran baik dalam porsinya sebagai etika secara intrinsik maupun ekstrinsik. Dalam hukum Islam, lawan dari jujur adalah curang. Al-Qur'an sangat melarang orang yang melakukan kecurangan termasuk dalam hal berekonomi sebagaimana dijelaskan dalam surat *al-Muṭaffifin*: 1-3. Nabi Muhammad juga pernah mengancam penipu dan dianggap sebagai bukan dari golongannya. Firman Allah:

وَيْلٌ لِّلْمُطَفِّفِينَ ﴿١﴾ الَّذِينَ إِذَا أَكْتَالُوا عَلَى النَّاسِ

يَسْتَوْفُونَ ﴿٢﴾ وَإِذَا كَالُوهُمْ أَوْ وَزَنُوهُمْ يُخْسِرُونَ ﴿٣﴾

1. Kecelakaan besarlah bagi orang-orang yang curang. 2. (yaitu) orang-orang yang apabila menerima takaran dari orang lain mereka minta dipenuhi, 3. dan apabila mereka menakar atau

menimbang untuk orang lain, mereka mengurangi”  
(Q.S. Al -Muthaffifn : 1-3)<sup>169</sup>

....مَنْ عَشَّ فَلَيْسَ مِنِّي ( رواه مسلم )

“...Barang siapa menipu maka bukan dari golonganku” (HR. Muslim)<sup>170</sup>

عَشَّ: (Ghish) berarti menipu atau curang. Kata ini tentu bermakna sangat umum, sehingga meliputi segala bentuk penipuan atau kecurangan dalam akad jual beli, sewa-menyewa, pinjam-meminjam, gadai atau muamalah lainnya.

Islam mengharamkan penipuan dalam semua aktifitas manusia, termasuk dalam kegiatan bisnis dan jual beli. Memberikan penjelasan dan informasi yang tidak benar, mencampur barang yang baik dengan yang buruk, menunjukkan contoh barang yang baik dan menyembunyikan yang tidak baik. Penipuan ini berakibat merugikan pihak pembeli. Maka Islam sangat mengecam penipuan dalam bentuk apapun dalam berbisnis. Lebih jauh lagi barang yang hendak dijual harus dijelaskan kekuarangan dan cacatnya. Jika

<sup>169</sup> Departemen Agama, *al-Qur'an dan Terjemahnya.*, 1035

<sup>170</sup> Hadits ini tergolong hadits shahih, karena sanadnya marfu' (bersambung sampai kepada Rasulullah) dan diriwayatkan oleh Imam Muslim dari Abu Hurairah. Hadis dengan matan yang sama maksudnya, sekalipun berbeda lafalnya. Di riwayatkan pula oleh dalam Sunan-nya no. 1315, Kitab *Al-Buyu'*, bab *Ma Ja`a fi Karahiyatil Ghish fil Buyu'*, dan selainnya.

menyembunyikannya, maka itu adalah ke-zālim-an. Padahal, jika kejujuran dalam bertransaksi dijunjung tinggi dan dilaksanakan akan menciptakan kepercayaan antara pembeli dan penjual, yang akhirnya menciptakan keharmonisan dalam masyarakat.

Menurut Yusuf Al-Qardawi<sup>171</sup> perkataan "bukanlah dari golongan kami" menunjukkan bahwa menipu atau curang dosa besar. Hadits ini mencakup seluruh sifat curang, seperti curang dalam sewa-menyewa, syirkah, dan dalam berekonomi lain."

- c. Prinsip tidak berbuat jahat (*non maleficence*) dan prinsip berbuat baik (*beneficence*). Prinsip bersikap baik bagi orang lain. Dalam wujudnya yang minimal dan pasif, sikap ini menuntut agar kita tidak berbuat jahat pada orang lain. Prinsip tidak berbuat jahat merupakan bagian dari sikap jujur. Kebaikan merupakan nilai esensial dalam ajaran Islam sebagai wahana untuk mencapai peringkat yang lebih tinggi.
- d. Prinsip hormat pada diri sendiri, yaitu tidak etis jika seseorang membiarkan dirinya diperlakukan secara tidak adil, tidak jujur, ditindas, diperas, dan sebagainya. Konsep ini diinduksi dari berbagai

---

<sup>171</sup> Yusuf Qardhawi, *Norma dan Etika Ekonomi Islam*, (Jakarta: Gema Insani, 2007), 257

aktivitas ekonomi yang cenderung membabi buta dengan konsep dasarnya mendapatkan keuntungan sebanyak mungkin tanpa memperhatikan nilai-nilai kemanusiaan sebagaimana dijelaskan di atas. Al-Qur'an melarang umat muslim saling menzalimi, saling merugikan, saling mencaci, memfitnah, dan sebagainya.

Kegagalan yang dihadapi sistem ekonomi konvensional baik yang kapitalis maupun sosialis banyak ditimbulkan oleh permasalahan yang terkait dengan prinsip ini di samping ketidakadilan dalam berbagai macam kegiatan yang tercermin dalam ketidakmerataan dalam pembagian pendapatan masyarakat dan ketidakstabilan dari sistem ekonomi yang menimbulkan berbagai gejala dalam kegiatannya. Konsep dasar mendapatkan untung yang sebanyak-banyaknya tanpa memperhatikan nilai-nilai luhur kemanusiaan telah membawa sistem ekonomi kapitalis lebih mengandalkan pada investtasi serta pemilikan faktor produksi lainnya oleh swasta serta distribusi dan perkembangan tingkat kemakmuran juga diserahkan pada para individu, dan akibatnya perusahaan swasta berada dalam kondisi persaingan bebas yang sering memaksa manusia menjadi manusia mekanik yang segala tindakannya ditentukan dengan materi.

Harga dan nilai diri manusia kurang mendapat perhatian baik dalam system kapitalis maupun sosialis. Sistem sosialis telah gagal karena tidak dapat memenuhi kebutuhan-kebutuhan pokok atau mengurangi secara substansial ketidakmerataan sosio-ekonomi kendati negara-negara yang mengadopsi sistem ini memiliki sumber-sumber daya yang melimpah ruah.<sup>172</sup> Sistem ekonomi sosialis yang megandalkan kepentingan bersama (negara) di atas kepentingan individu (warga) telah menjadikan manusia sebagai mesin produksi yang bekerja tanpa memperhatikan hak dan harga diri individu.

## 5. Keadilan Berekonomi

Prinsip keadilan yang menuntut manusia memperlakukan orang lain sesuai dengan haknya. konsep keadilan yang egalitarian dan bukan yang absolut yang dimaksud di sini, sebab keadaan, meskipun secara bahasa berarti *'Al-wust'* medium, dan tidak memihak, dalam wacana tertentu bersifat egaliter dan pihak lain bersifat absolut. keadilan dalam arti egaliter menempatkan sikap demokratis dan dewasa dalam menghadapi beragam persoalan ekonomi berbeda dengan keadilan yang absolut yang menempatkan otoritas di atas punggung keadilan itu sendiri.

---

<sup>172</sup> M. Umer Chapra, *Islam dan Tantangan Ekonomi*, (Jakarta: Gema Insani, 2001),,24



Keadilan merupakan norma utama dalam seluruh aspek dunia ekonomi. Hal ini dapat ditangkap dalam pesan Al-Qur'an yang menjadikan adil sebagai tujuan agama. Tidak hanya itu, adil juga merupakan salah satu asma Allah. kebalikan sifat adil adalah zalim, semua sifat yang dilarang Allah pada diri-Nya sebagaimana dilarang dalam firman-Nya pada hamba-Nya. Allah menyukai keadilan dan sangat memusuhi kezaliman, bahkan melaknatinya. Sebagaimana firman-Nya dalam surat Hud; 18 disebutkan :

وَمَنْ أَظْلَمُ مِمَّنِ افْتَرَىٰ عَلَى اللَّهِ كَذِبًا أُولَٰئِكَ يُعْرَضُونَ عَلَىٰ رَبِّهِمْ  
وَيَقُولُ أَلَّا شَهِدُ هَٰؤُلَاءِ الَّذِينَ كَذَبُوا عَلَىٰ رَبِّهِمْ أَلَا لَعْنَةُ اللَّهِ عَلَىٰ

الظَّالِمِينَ ﴿١٨﴾

“Dan siapakah yang lebih zalim daripada orang yang membuat-buat Dusta terhadap Allah?. mereka itu akan dihadapkan kepada Tuhan mereka, dan Para saksi akan berkata: "Orang-orang Inilah yang telah berdusta terhadap Tuhan mereka". Ingatlah, kutukan Allah (ditimpakan) atas orang-orang yang zalim, (Q.S. Hud:18)<sup>173</sup>

Keadilan merupakan kesadaran dan pelaksanaan untuk memberikan kepada pihak lain sesuatu yang sudah

<sup>173</sup> Departemen Agama, *al-Qur'an dan Terjemahnya*, 329

semestinya harus diterima oleh pihak lain itu, sehingga masing-masing mendapat kesempatan yang sama untuk melaksanakan hak dan kewajiban tanpa mengalami rintangan atau paksaan. Dengan kata lain, adil adalah kesadaran memberi dan menerima selaras dengan hak dan kewajibannya. Dalam hal ini, adil pada hakikatnya adalah bahwa seseorang memberikan kepada diri dan orang lain apa yang menjadi haknya. Karena pada hakikatnya semua orang sama nilainya sebagai manusia, maka tuntutan paling dasar keadilan adalah perlakuan sama terhadap semua orang, tentu dalam situasi yang sama. Misalnya, seseorang menjual barang dagangan dengan kualitas, jumlah, ukuran serta waktu yang sama pada orang lain dengan harga yang murah, maka hal tersebut juga harus dilakukan pula kepada orang lainnya.

Wujud keadilan dalam ekonomi setidaknya terkait dengan empat hal, yaitu keadilan tukar-menukar, keadilan distributif, keadilan sosial, dan keadilan hukum. Keadilan dalam tukar-menukar adalah suatu kebajikan tingkah laku manusia untuk selalu memberikan kepada sesamanya, sesuatu yang menjadi hak pihak lain, atau sesuatu yang sudah semestinya harus diterima oleh pihak lain. Dengan adanya keadilan tukar-menukar, terjadilah saling memberi dan saling menerima. Keadilan itu timbul di dalam hubungan antar manusia sebagai orang-seorang terhadap sesamanya di dalam masyarakat.

Keadilan distributif merupakan suatu kebajikan tingkah laku masyarakat dan alat penguasanya untuk selalu membagikan segala kenikmatan dan beban bersama, dengan cara rata dan meratap menurut keselarasan sifat dan tingkat perbedaan jasmani dan rohani. Hasil produksi tidak dibenarkan jika disalurkan pada satu atau dua daerah saja melainkan harus menyeluruh, sebab daerah lain juga membutuhkan hal yang serupa.

Keadilan sosial merupakan suatu kebajikan tingkah laku manusia di dalam hubungan dengan masyarakat, untuk senantiasa memberi dan melaksanakan segala sesuatu yang menunjukkan kemakmuran dan kesejahteraan bersama sebagai tujuan akhir dari masyarakat atau negara. Keadilan hukum merupakan kebajikan yang mengatur hubungan antara anggota dan kesatuannya untuk bersama-sama selaras dengan kedudukan dan fungsinya untuk mencapai kesejahteraan umum.

### **E. Kompetitif Bisnis**

Keunggulan kompetitif berkelanjutan merupakan tujuan yang hendak dicapai oleh semua perusahaan dalam persaingan lingkungan bisnis modern yang dinamis dan sulit diprediksi. Dalam upaya pencapaian keunggulan kompetitif, perusahaan dihadapkan pada tantangan makin kritisnya konsumen untuk mendapatkan pelayanan secara personal, dan pemenuhan kebutuhan produk spesifik dengan waktu tunggu yang pendek dan

kualitas produk yang tinggi sesuai dengan tutrutan dan perubahan pasar, sebagaimana firman Allah dalam Surat Ar-Ra'd ayat 11 berikut ini:

...إِنَّ اللَّهَ لَا يُعَيِّرُ مَا بِقَوْمٍ حَتَّىٰ يُعَيِّرُوهُمَا بِأَنفُسِهِمْ وَإِذَا أَرَادَ اللَّهُ بِقَوْمٍ

سُوْءًا فَلَا مَرَدَّ لَهُ وَمَا لَهُم مِّن دُونِهِ مِن وَّالٍ ﴿١١﴾

... Sesungguhnya Allah tidak merubah Keadaan sesuatu kaum sehingga mereka merubah keadaan yang ada pada diri mereka sendiri. ... (Q.S. ar-Ra'd:11).<sup>174</sup>

Untuk merespon kondisi tersebut, perusahaan dituntut untuk bersedia menerapkan peraturan baru dengan merubah konsep *corporate management* menjadi *individual self management*. Selain itu perusahaan harus memiliki perspektif baru manufaktur melalui penerapan *agile management* untuk mencapai kondisi *agile manufacturing*.

*Agile management* diterapkan untuk mencapai kondisi *agility*, yaitu merupakan konsep yang identik dengan respon cepat manufaktur, bertujuan untuk memproduksi secara cepat dan tepat sesuai keinginan konsumen. Sedangkan *agile manufacturing* memberikan mekanisme untuk bertindak secara cepat dalam kondisi pasar yang berubah untuk memproduksi produk dengan

---

<sup>174</sup> Ibid.,372

kualitas tinggi, mengurangi waktu tunggu dan memberikan pelayanan yang terbaik bagi konsumen.

Aplikasi konsep ini sangat tergantung pada kapabilitas dan kompetensi Sumber Daya Manusia (SDM) baik pekerja maupun manajer untuk mau mempelajari dan mau terlibat dalam proses perubahan organisasi. Perspektif riset bisnis modern lain yang memberikan pengarahannya dan pedoman bagi *agile manufacturing* adalah perspektif yang berdasarkan sumber daya internal (*internal resource-based perspective*) yang mendasari munculnya fenomena baru, *competence-based competition*. Sumber daya internal tersebut meliputi kompetensi individual dan organisasional yang membentuk suatu *core competence* yaitu kompetensi individual berdasarkan kompetensi organisasional dan kompetensi organisasional berdasarkan kompetensi individual.

*Agility* merupakan kemampuan yang cakap/tangkas dan fleksibel untuk merespon setiap perubahan yang bertujuan untuk memproduksi produk dan jasa sesuai keinginan konsumen. Beberapa penulis memberikan definisi yang berbeda tentang *agility*. Yusuf, Sarhadi dan Gunasekaran<sup>175</sup> mendefinisikan *agility* sebagai kesuksesan eksplorasi basis kompetitif (cepat, fleksibel, inovasi yang proaktif, kualitas, profitabilitas) melalui integrasi penyusunan kembali sumber daya dan praktek terbaik pengetahuan serta lingkungan untuk memberikan produk dan jasa menurut kebutuhan dan keinginan konsumen dalam perubahan lingkungan

---

<sup>175</sup> Y. Yusuf, Sarhadi dan Gunasekaran A. *Agile Manufacturing: the Drivers, Concepts and Attributes*. *International Journal of Production Economics*. Vol. 62, 1999 p. 33- 43

pasar yang cepat. Menurut Hooper, Steeple dan Winters<sup>176</sup>, *Agility* merupakan kemampuan perusahaan untuk mengembangkan dan mengeksploitasi kemampuan internal dan eksternal organisasi untuk mensukseskan persaingan dalam lingkungan bisnis yang tidak pasti dan tidak dapat diprediksi.

Definisi *agile manufacturing* menurut Hormozi<sup>177</sup> *agile manufacturing* merupakan metode manufaktur baru yang memberikan sumber keunggulan kompetitif, dimana organisasi mampu memproduksi kualitas tinggi dan mempertahankan produk yang waktu tungguanya rendah melalui integrasi desain, *engineering*, dan manufaktur dengan penjualan dan pemasaran sehingga produk yang dihasilkan mampu memenuhi kebutuhan konsumen.

Sedangkan menurut Hooper, Steeple dan Winters,<sup>178</sup> *agile manufacturing* merupakan sistem manufaktur dengan kemampuan untuk menanggapi perubahan cepat dalam pasar. Sistem dapat berubah dengan cepat diantara model-model atau lini produk, khususnya dalam merespon permintaan konsumen dengan cepat. Yusuf, Sarhadi dan Gunasekar<sup>179</sup> menyebutkan beberapa alasan yang menyebabkan timbulnya *agile manufacturing* antara lain (1) adanya pertimbangan otomisasi dan harga/biaya, prioritas dalam

---

<sup>176</sup> M.J. Hooper, D. Steeple & Winters C.N., *Costing Costumer Value; an Approach for the Agile Enterprise” International Journal of Operations & Production Management. Vol. 21, No. 5/6. 2001, 630- 644*

<sup>177</sup> A.M. Hormozi, *Agile Manufacturing the Next Logical Step” Benchmarking: An International Journal. Vol. 8, No. 2, 2001, 132-143.*

<sup>178</sup> M.J. Hooper, D. Steeple & Winters C.N., *Costing Costumer Value*.,631

<sup>179</sup> Y. Yusuf, Sarhadi dan Gunasekaran A. *Agile Manufacturing: the Drivers, Concepts and Attributes”*.,35

kegiatan manufaktur selalu didasarkan pada pasar atau keinginan konsumen dan tujuan utama kegiatan manufaktur adalah menghasilkan produk melalui produk yang memenuhi keinginan konsumen dengan harga yang rendah. (2) ragam pilihan dan keinginan pelanggan, hal ini menunjukkan peningkatan ekspektasi konsumen dalam selera akan membantu perusahaan agar memfokuskan kegiatan produksi untuk memproduksi produk-produk yang berkualitas. (3) prioritas kompetitif, meliputi respon, pengenalan produk baru, delivery, fleksibilitas, dan kualitas sebagai akibat lingkungan dan tingkat kompetitif internasional. (4) proaktif dan integritas, manufaktur yang proaktif akan mengintegrasikan kegiatan dengan konsumen dan mengidentifikasi setiap masalah yang muncul, menawarkan strategi untuk bersaing secara sehat dalam pasar global yang dinamis. (5) Mencapai kesinergisan kebutuhan manufaktur, dimana untuk menciptakan strategi yang fleksibel diperlukan produksi yang fleksibel dengan didukung tenaga kerja dan kemampuan organisasi, kesuksesan perusahaan untuk mencapai keunggulan kompetitif dalam sinergi akan memerlukan integrasi baik antara teknologi, lingkungan sosial teknologi, mesin, fungsi, strategi, individu dan manajemen sebagai dasar meraih kemampuan kompetitif (*competitive capabilities*). Hal ini sebagaimana firman Allah dalam Al-Qur'an dalam Surat Al-Baqarah ayat 148

وَلِكُلِّ وِجْهَةٌ هُوَ مُوَلِّيٰهَا فَاسْتَبِقُوا الْخَيْرَاتِ أَيْنَ مَا تَكُونُوا يَأْتِ

بِكُمْ اللَّهُ جَمِيعًا إِنَّ اللَّهَ عَلَىٰ كُلِّ شَيْءٍ قَدِيرٌ ﴿١٦٨﴾

“...dan bagi tiap-tiap umat ada kiblatnya (sendiri) yang ia menghadap kepadanya. Maka berlomba-lombalah (dalam membuat) kebaikan. di mana saja kamu berada pasti Allah akan mengumpulkan kamu sekalian (pada hari kiamat). Sesungguhnya Allah Maha Kuasa atas segala sesuatu” (Q.S. al-Baqarah:148).<sup>180</sup>

Pendekatan ini menekankan pada strategic management integral perusahaan yang menjelaskan hubungan antara level manajemen kompetensi dan agile management. Hal ini relevan dengan konsep time based competence sebagai dasar pengarahannya bagi terciptanya agile manufacturing yang efektif. Sumber Daya organisasi dan individu, kompetitor, pengetahuan, budaya, keterampilan yang tidak dapat ditiru dan memiliki nilai merupakan kunci untuk mencapai keunggulan kompetitif .

Penerapan peran cide based competence management dalam agile manufacturing sehingga perusahaan dapat meraih keunggulan kompetitif berkelanjutan. Konsep agility dan agile manufacturing, lahirnya agile manufacturing yang diawali dengan adanya pergeseran paradigma konsep produksi, serta konsep inti dalam

<sup>180</sup> Departemen Agama, *al-Qur'an dan Terjemahnya*, 38



agile manufacturing. Selanjutnya dijabarkan pentingnya pengelolaan time-based competencies dalam agile manufacturing, serta aplikasi agile based competencies management yang merupakan relasi antara time-based competencies dan agile manufacturing dalam era baru manufaktur untuk meraih keunggulan kompetitif sehingga perusahaan mampu memenangkan persaingan bisnis.

Kesemuanya ini menuntut perusahaan bisnis di era kini untuk dapat mengembangkan suatu bentuk sistem permanufacturan baru yang dapat menjadi sumber keunggulan kompetitif. Sistem manufaktur baru ini disebut dengan agile manufacturing. Fokus utama dari penerapan agile manufacturing adalah mengembangkan proses produksi untuk menghasilkan produk yang dapat memberikan kepuasan bagi konsumen secara cepat dan cocok dengan kebutuhan konsumen individual. Pengembangan kapabilitas agile dalam perusahaan membutuhkan adanya integrasi berbagai sumber daya dan kompetensi inti. Selain

Itu perusahaan juga harus memperhatikan berbagai faktor kunci penunjang kesuksesan agile manufacturing baik dari dalam atau luar perusahaan.

## **F. Perusahaan Go Publik**

*Go Public* adalah istilah yang dipakai oleh perusahaan yang mengizinkan masyarakat memiliki perusahaan tersebut dengan cara membeli saham. *Go Public* adalah gaya baru

menjadi investor sebuah perusahaan tanpa bersusah payah membangun perusahaan dari nol. Perusahaan terkenal yang baru saja *Go Public* adalah *Facebook*. *Facebook* mulai *go public* semenjak awal 2012 dengan kisaran \$38 per saham. Selain dari sosial media, klub olahraga juga melakukan *go public*. Sebagaimana firman Allah dalam Al-Qur'an Surat Al-Maidah (5) ayat 2

وَتَعَاوَنُوا عَلَى الْبِرِّ وَالتَّقْوَىٰ وَلَا تَعَاوَنُوا عَلَى الْإِثْمِ وَالْعُدْوَانِ وَاتَّقُوا اللَّهَ

إِنَّ اللَّهَ شَدِيدُ الْعِقَابِ ﴿٢﴾

“... Dan tolong-menolonglah kamu dalam (mengerjakan) kebajikan dan takwa, dan jangan tolong-menolong dalam berbuat dosa dan pelanggaran. dan bertakwalah kamu kepada Allah, Sesungguhnya Allah Amat berat siksa-Nya (Al-Māidah: 2)<sup>181</sup>

Dalam proses bisnis yang *go publik* harus komunikatif, sebagaimana firman Allah dalam Surat Ibrahim (14) ayat 4:

وَمَا أَرْسَلْنَا مِنْ رَّسُولٍ إِلَّا بِلِسَانٍ قَوْمِهِ لِيُبَيِّنَ لَهُمْ فَيُضِلُّ اللَّهُ مَنْ يَشَاءُ وَيَهْدِي مَنْ يَشَاءُ وَهُوَ الْعَزِيزُ الْحَكِيمُ ﴿٤﴾

يَشَاءُ وَيَهْدِي مَنْ يَشَاءُ وَهُوَ الْعَزِيزُ الْحَكِيمُ ﴿٤﴾

<sup>181</sup> Ibid.,158

“Kami tidak mengutus seorang rasulpun, melainkan dengan bahasa kaumnya, supaya ia dapat memberi penjelasan dengan terang kepada mereka. Maka Allah menyesatkan[780] siapa yang Dia kehendaki, dan memberi petunjuk kepada siapa yang Dia kehendaki. dan Dia-lah Tuhan yang Maha Kuasa lagi Maha Bijaksana. (Q.S. Ibrahim:4)<sup>182</sup>

Berdasarkan uraian di atas maka harus berhati-hati terutama kalau menggunakan istilah (*trem*) "Perusahaan Publik" (*Public Company*), karena akan dapat menimbulkan interpretasi, antara lain sebagai berikut:

1. Perusahaan Publik (*Public company*) dilihat dari aspek kepemilikan maka *public company* dapat diartikan sebagai suatu Perseroan yang sebagian besar atau seluruh kepemilikan sahamnya dikuasai oleh publik (masyarakat), seperti halnya Perusahaan Swasta artinya sebagian besar atau seluruhnya dimiliki oleh swasta, demikian juga Perusahaan Asing sebagian besar atau seluruh sahamnya dimiliki oleh pihak asing.
2. Perusahaan Publik (*public company*) dapat juga diartikan sebagai suatu Perseroan yang telah Go Public atau telah melakukan Penawaran Umum atau telah melakukan penjualan saham kepada masyarakat, walaupun jumlah kepemilikan saham Emiten setelah Penawaran Umum di bawah 50%, bahkan ada Emiten

---

<sup>182</sup> Ibid.,379

yang melakukan penawaran umum saham hanya sebesar 10% dari seluruh modal ditempatkan dan disetor penuh Perseroan, atau dengan kata lain publik atau masyarakat hanya memiliki porsi kepemilikan sebesar 10%.

3. Selanjutnya Perusahaan Publik (public company) berdasarkan ketentuan dibidang Pasar Modal Indonesia adalah suatu Perseroan yang jumlah pemegang sahamnya 300 Pihak atau lebih dan jumlah modal ditempatkan dan disetor penuh sebesar Rp. 3 milyar atau lebih.

Pada mulanya setiap Emiten saham akan memenuhi kriteria perusahaan publik sebagaimana dimaksud di dalam ketentuan Pasar Modal Indonesia, karena modal disetornya pasti akan lebih dari Rp. 3 milyar, dan jumlah pemegang sahamnya akan lebih dari 300 Pihak. Namun dalam perjalanannya terdapat beberapa Emiten saham, jumlah kepemilikan sahamnya kurang dari 300 Pihak.

Emiten adalah Pihak yang melakukan penawaran umum efek, baik efek yang bersifat ekuitas (saham), efek yang bersifat hutang (obligasi dan sukuk), efek yang bersifat syariah. Pada umumnya Pihak yang melakukan penawaran umum efek bersifat ekuitas/saham disebut Emiten saham. Pihak yang melakukan penawaran umum efek bersifat hutang/syariah disebut Emiten obligasi/sukuk. Yang dimaksud Pihak adalah orang perseorangan, perusahaan, usaha bersama, asosiasi, atau kelompok yang terorganisasi.

Pihak yang melakukan penawaran umum saham (*Go Publik, Initial Publik Offering/IPO*) adalah perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas (PT), karena modal PT direpresentasikan atau dalam bentuk saham, sedangkan pihak yang melakukan penawaran umum obligasi atau sukuk disebut Emiten obligasi/atau sukuk, dimana tidak hanya perusahaan berbentuk PT saja, tetapi setiap pihak dimungkinkan untuk dapat menerbitkan atau menjual obligasi atau sukuk di pasar modal Indonesia.<sup>183</sup>

Dari uraian tersebut, dapat dirumuskan proposisi sebagai berikut: Bahwa konstruksi investasi bisnis di pasar modal dalam rerangka Hukum Bisnis Islam kontemporer, apabila memenuhi detrerminan transaksi bisnis, dalam kelembagaan pasar modal dengan berpedoman pada norma syariah, dan etika bisnis yang dilakukan oleh perusahaan yang *go publik* untuk merespons dan menjalankan kompetitif bisnis”

---

<sup>183</sup> (<http://konsultancorporateactionpttbk.blogspot.vcom/2013/01/pengertian-perusahaan-emiten-perusahaan.html>)

## **BAB V**

### **IMPLEMENTASI SUKUK**

### **DI BURSA EFEK INDONESIA**

#### **A. Diskripsi Bursa Efek Indonesian**

##### **1. Keberadaan Bursa Efek Indonesia**

Bursa Efek Indonesia Jakarta biasa dikenal sekarang ini sebagai Bursa Efek Indonesia (BEI) atau Indonesia Stock Exchange (IDX) merupakan tempat atau wadah bagi para pelaku saham untuk memperdagangkan atau memperjualbelikan setiap saham atau efek yang mereka miliki dan ingin membeli serta memperdagangkan efek diseluruh Indonesia. Bursa Efek Indonesia (BEI) terletak di Kawasan Sudirman Centre Bussines District (SCBD) , Jalan Jenderal Sudirman 52-53, Senayan, Kebayoran Baru, Jakarta Selatan.

Bursa Efek Jakarta yang sekarang memiliki nama Bursa Efek Indonesia (BEI) atau Indonesia Stock Exchange (IDX) merupakan gabungan dari Bursa Efek Indonesia dengan Bursa Efek yang berada di Surabaya yaitu Bursa Efek Surabaya. Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya resmi bergabung pada tanggal 1 Desember 2007 lalu dan akhirnya berganti nama menjadi Bursa Efek Indonesia.

Bursa efek ini menjadi sentra kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek serta menjadi financial nerve centre (saraf finansial dunia) pada dunia ekonomi modern. Sebagai upaya dalam mendukung terwujudnya Pasar Modal Indonesia menjadi penggerak ekonomi nasional yang tangguh dan berdaya saing global sebagaimana tertuang dalam cetak biru pasar modal Indonesia.

Secara historis, pasar modal telah hadir jauh sebelum Indonesia merdeka. Pasar modal atau bursa efek telah hadir sejak jaman kolonial Belanda dan tepatnya pada tahun 1912 di Batavia. Pasar modal ketika itu didirikan oleh pemerintah Hindia Belanda untuk kepentingan pemerintah kolonial atau VOC.

Meskipun pasar modal telah ada sejak tahun 1912, perkembangan dan pertumbuhan pasar modal tidak berjalan seperti yang diharapkan, bahkan pada beberapa periode kegiatan pasar modal mengalami kevakuman. Hal tersebut disebabkan oleh beberapa faktor seperti perang dunia ke I dan II, perpindahan kekuasaan dari pemerintah kolonial kepada pemerintah Republik Indonesia, dan berbagai kondisi yang menyebabkan operasi bursa efek tidak dapat berjalan sebagaimana mestinya.

Pemerintah Republik Indonesia mengaktifkan kembali

pasar modal pada tahun 1977, dan beberapa tahun kemudian pasar modal mengalami pertumbuhan seiring dengan berbagai insentif dan regulasi yang dikeluarkan pemerintah. Secara singkat, tonggak perkembangan pasar modal di Indonesia dapat dilihat sebagai berikut:

Sejarah bursa efek Indonesia berawal dari berdirinya bursa efek di Indonesia pada abad ke-19 pada tahun 1912, dengan bantuan pemerintah kolonial Belanda dan bertempat di Batavia yang saat ini bernama Jakarta. Bursa Batavia sempat ditutup selama perang dunia I dan dibuka kembali pada 1925. Selain bursa Batavia pemerintah Belanda juga mengoperasikan bursa paralel di Surabaya dan Semarang. Namun kegiatan bursa ini dihentikan lagi ketika terjadi pendudukan kekuasaan oleh tentara Jepang di Batavia. Pada tahun 1952 tujuh tahun setelah Indonesia merdeka, Bursa saham dibuka kembali dengan memperdagangkan saham dan obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan-perusahaan Belanda sebelum perang dunia. Kegiatan bursa saham kemudian terhenti lagi ketika pemerintah meluncurkan program nasionalis pada tahun 1956. Tidak sampai 1977, bursa saham kembali dibuka dan ditandatangani oleh badan pelaksana pasar modal (BAPEPAM) yang merupakan institusi dibawah naungan Departemen Keuangan, kegiatan perdagangan dan kapitalisasi pasar saham pun mulai meningkat dan mencapai puncaknya tahun 1990 seiring dengan perkembangan pasar financial dan sektor swasta. Pada tanggal 16 Juni 1989 Bursa Efek Surabaya (BES) mulai beroperasi dan dikelola



oleh Perseroan Terbatas milik swasta yaitu PT Bursa Efek Surabaya. Pada tanggal 13 Juli 1992 bursa saham diswastanisasi menjadi PT. BEJ dan mengakibatkan beralihnya fungsi BAPEPAM menjadi badan pengawas pasar modal (BAPEPAM).

Tahun 1995 adalah tahun dimana BEJ memasuki babak baru. Pada tanggal 22 Mei 1995, BEJ meluncurkan Jakarta Automated Trading System (JATS) yaitu sebuah sistem perdagangan otomatis untuk menggantikan perdagangan manual. Sistem baru ini dapat memfasilitasi perdagangan saham dengan frekuensi yang lebih besar dan lebih terjamin transparansinya dibandingkan dengan sistem manual. Pada tahun 2007 Bursa Efek Surabaya (BES) dan Bursa Efek Jakarta (BEJ) digabungkan dan berubah nama menjadi Bursa Efek Indonesia (BEI).

Bursa Efek Indonesia terus mengembangkan infrastruktur pasar modal demi terciptanya pasar modal Indonesia yang tangguh dan berdaya saing global dengan menyediakan fasilitas dan instrumen pasar modal Indonesia yang mampu bersaing dengan instrumen pasar modal negara-negara lain dan memenuhi kebutuhan masyarakat dalam berinvestasi. Sehubungan dengan itu, industri pasar modal Indonesia kini mengembangkan penerapan prinsip-prinsip syariah Islam sebagai alternatif instrumen investasi dalam kegiatan pasar modal di Indonesia yang terealisasi dalam Pasar Modal Shari'ah.

Langkah awal perjalanan sejarah perkembangan Pasar Modal Shari'ah di Indonesia dimulai dengan diterbitkannya Reksa Dana Syariah pada 25 Juni 1997 diikuti dengan diterbitkannya obligasi syariah pada akhir 2002, kemudian diikuti pula dengan hadirnya Jakarta Islamic Index (JII) pada tanggal 3 Juli 2000. Tujuan pembentukan JII adalah untuk meningkatkan kepercayaan investor untuk melakukan investasi pada saham dan obligasi (sukuk)<sup>184</sup> berbasis syariah dan memberikan manfaat bagi pemodal dalam menjalankan syariah Islam untuk melakukan investasi di Bursa. JII juga diharapkan dapat mendukung proses transparansi dan akuntabilitas saham berbasis syariah di Indonesia. Sebagai tindak lanjut maka pada Oktober 2002 PT. Indosat Tbk telah mengeluarkan obligasi syariah yang pertama kali di Bursa Efek Indonesia dengan tingkat imbal hasil 16,75 %, suatu tingkat imbal hasil (return) yang cukup tinggi dibanding rata return obligasi dengan prinsip riba/konvensional.

Sejak pertama kali diterbitkan pada tahun 2002 perkembangan jumlah kumulatif penerbitan emisi sukuk korporasi mengalami peningkatan yang signifikan dari tahun ke tahun. Berdasarkan data sampai dengan September 2012, jumlah penerbitan sukuk korporasi telah mencapai 52

---

<sup>184</sup> Merujuk kepada Fatwa Dewan Syari'ah Nasional No: 32/DSN- 19 MUI/IX/2002, "Obligasi Syariah/sukuk" adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan Emiten kepada pemegang Obligasi Syari'ah yang mewajibkan Emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang Obligasi Shari'ah berupa bagi hasil/margin/fee, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo".

penerbitan dengan total nilai emisi mencapai Rp.9,39 triliun. Dari 52 penerbitan sukuk korporasi tersebut, outstanding sukuk yang masih beredar saat ini mencapai 31 sukuk korporasi dengan total nilai mencapai Rp.6,57 Triliun. Market share sukuk korporasi terhadap obligasi korporasi mencapai 9,66% dari sisi jumlah dan 3,81% dari sisi nilai. Namun demikian, meskipun pertumbuhan penerbitan sukuk korporasi cukup baik setiap tahunnya, hal tersebut tidak diikuti dengan perdagangan sukuk korporasi di pasar sekunder. Berdasarkan data perdagangan sukuk dan obligasi dari tahun 2009 sampai dengan Oktober 2012, rata-rata frekuensi perdagangan sukuk korporasi dibandingkan perdagangan obligasi di pasar sekunder baru mencapai 5,1% , sedangkan rata –rata volume perdagangan sukuk korporasi dibandingkan perdagangan obligasi baru mencapai 2,6%.Selain itu, berdasarkan data rata-rata nilai transaksi perdagangan sukuk terhadap nilai outstanding sukuk baru mencapai 4,23% sedangkan rata rata nilai transaksi obligasi terhadap outstanding obligasi sudah mencapai 8,55%.<sup>185</sup>

Instrumen-instrumen investasi syariah tersebut kemudian mengalami perkembangan sejalan dengan maraknya pertumbuhan bank-bank nasional yang membuka “window” syariah. Berdasarkan data tertulis, anggota JII hingga tahun 2012 tercatat 30 saham yang mewakili + 42% dari kapitalisasi pasar di BEJ dan anggota JII akan ditinjau

---

<sup>185</sup>Sumber: Data Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) tahun 2012, data diolah.

kembali tiap 6 bulan sekali, tepatnya bulan Januari dan bulan Juni pada tiap-tiap tahunnya. Berdasarkan lampiran Pengumuman BEJ No. Peng-175/BEJ-DAG/U/06-20012 tanggal 25 Juni 2012, anggota JII Periode Juli 2011s/d Desember 2012, adalah sebagai berikut :

Tabel 5.1  
Anggota JII Periode Juli 2011 s.d. Desember 2012<sup>186</sup>

No.	Nama Emiten	No.	Nama Emiten
1.	Aneka Tambang (Persero)	16.	Kawasan Industri Jababeka
2.	Astra Agro Lestari	17.	Limas Stokhomindo
3.	Astra Graphia	18.	London Sumatera
4.	Bakrie & Brothers	19.	Multipolar
5.	Barito Pacific Timber	20.	Perusahaan Gas Negara (Persero)
6.	Bumi Resources	21.	Semen Cibinong
7.	Ciputra Development	22.	Semen Gresik (Persero)
8.	Dankos Laboratories	23.	Summerecon Agung
9.	Enseval Putra Megatrading	24.	Tambang Batubara Bukit Asam
10.	Gajah Tunggal	25.	Telekomunikasi Indonesia
11.	Indocement Tunggal Prakarsa	26.	Tempo Scan Pacific
12.	Indofood Sukses Makmur	27.	Timah
13.	International Nikel Ind	28.	Trias Sentosa
14.	Indosat	29.	Unilever Indonesia
15.	Kalbe Farma	30.	United Tractors

Saat ini pasar sukuk di Indonesia tidak hanya mencakup sukuk yang diterbitkan oleh korporasi, namun juga diterbitkan oleh negara. Sukuk yang diterbitkan oleh negara

<sup>186</sup>Sumber: Data BAPEPAM dan Bursa Efek Jakarta (BEJ), diolah

secara garis besar terdiri atas sukuk yang diperjualbelikan dalam nominal besar dan sukuk yang diterbitkan dengan nominal kecil (sukuk ritel). Seiring dengan semakin seringnya pemerintah menerbitkan sukuk negara baik nominal besar ataupun ritel, hal ini cukup berdampak positif pada peningkatan frekuensi dan volume perdagangan sukuk negara di pasar sekunder.

Melihat realitas, walaupun sebagian besar penduduk Indonesia mayoritas beragama Islam namun perkembangan pasar modal yang berbasis sharî'ah dapat dikatakan sangat tertinggal jauh terutama jika dibandingkan dengan Malaysia yang sudah bisa dikatakan telah menjadi pusat investasi berbasis syariah di dunia, karena telah menerapkan beberapa instrumen keuangan syariah untuk industri pasar modalnya. Kenyataan lain yang dihadapi oleh pasar modal syariah kita hingga saat ini adalah minimnya jumlah pemodal yang melakukan investasi, terutama jika dibandingkan dengan jumlah pemodal yang ada pada sektor perbankan.

Pada sisi lain, harus diakui bahwa masih terdapat beberapa permasalahan mendasar yang menjadi kendala berkembang pasar modal yang berprinsip syariah di Indonesia. Kendala-kendala dimaksud diantaranya adalah selain masih belum meratanya pemahaman dan atau pengetahuan masyarakat Indonesia tentang investasi di pasar modal yang berbasis syariah, juga belum ditunjangnya dengan peraturan yang memadai tentang investasi syariah di pasar modal

Indonesia serta adanya anggapan bahwa untuk melakukan investasi di pasar modal syariah dibutuhkan biaya yang relatif lebih mahal apabila dibandingkan dengan investasi pada sektor keuangan lainnya.

Hasil identifikasi diperoleh beberapa faktor yang menyebabkan masih rendahnya frekuensi dan volume perdagangan sukuk korporasi di pasar sekunder, antara lain:

- a. Masih kurangnya penerbitan sukuk korporasi (*Volume supply side* kecil termasuk nilai, jumlah, seri, tenor sukuk);
- b. Masih kurang meratanya distribusi kepemilikan sukuk korporasi. Mayoritas investor sukuk korporasi adalah investor institusi yg cenderung *hold to maturity*, contohnya dana pensiun dan perusahaan asuransi;
- c. Masih belum memadainya Infrastruktur perdagangan pasar sekunder yang mendukung peningkatan likuiditas perdagangan sukuk korporasi;
- d. Ketersediaan informasi harga pasar wajar yang valid atas sukuk korporasi masih belum mencukupi;
- e. Tidak ada *market maker*;
- f. Belum adanya strategi yang mengarahkan perdagangan sukuk korporasi melalui bursa;
- g. Faktor perpajakan. Perhitungan pajak atas keuntungan transaksi (*capital gain*) untuk sukuk lebih rumit dibandingkan obligasi. Hal ini menjadi salah satu faktor yang menyebabkan investor tidak melakukan transaksi

sukuk di pasar sekunder dan cenderung memilih untuk *hold to maturity*.

Dari ketujuh faktor yang menyebabkan masih rendahnya frekuensi dan volume perdagangan sukuk korporasi di pasar sekunder tersebut, terdapat beberapa faktor yang langsung terkait dengan pasar sekunder sukuk yaitu infrastruktur pasar sekunder, harga pasar wajar, dan market maker. Faktor – faktor yang terkait langsung dengan pasar sekunder sukuk tersebut menurut penulis harus menjadi dasar pertimbangan Bursa Efek Indonesia Jakarta untuk melakukan penelaahan lebih lanjut sehingga diharapkan dapat memperoleh solusi yang dapat digunakan untuk meningkatkan perdagangan sukuk korporasi di pasar sekunder.

## 2. Visi, Misi dan Struktur Organisasi

### a. Visi<sup>187</sup> dan Misi<sup>188</sup>

Bursa Efek Indonesia (BEI) memberikan peran besar bagi perekonomian suatu negara karena bursa efek memberikan dua fungsi sekaligus, fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Bursa efek dikatakan memiliki fungsi

---

<sup>187</sup> Visi menurut Kolter sebagaimana yang dikutip Nawawi Visi adalah pernyataan tentang tujuan organisasi yang diekpresikan dalam produk dan pelayanan yang ditawarkan, kebutuhan yang dapat ditanggulangi, kelompok masyarakat yang dilayani, nilai-nilai yang diperoleh serta aspirasi dan cita-cita masa depan. Ismail Nawawi, *Islam dan Bisnis; Pendekatan Ekonomi dan Manajemen, Doktrin, Teori dan Praktek.*, (Surabaya: VIVPress, 2011), 198

<sup>188</sup> Misi merupakan pengaturan komprehensif dan singkat mengenai tujuan suatu organisasi. *Ibid.*, 199

ekonomi karena bursa efek menyediakan fasilitas atau wahana yang mempertemukan dua kepentingan yaitu pihak yang memiliki kelebihan dana (investor) dan pihak yang memerlukan dana (*issuer*). Dengan adanya pasar modal maka perusahaan publik dapat memperoleh dana segar masyarakat melalui penjualan Efek saham maupun melalui prosedur IPO atau efek utang (obligasi dan sukuk). BEI dikatakan memiliki fungsi keuangan, karena BEI memberikan kemungkinan dan kesempatan memperoleh imbalan (*return*) bagi pemilik dana, sesuai dengan karakteristik investasi yang dipilih. Jadi diharapkan dengan adanya pasar modal aktivitas perekonomian menjadi meningkat karena pasar modal merupakan alternatif pendanaan bagi perusahaan-perusahaan untuk dapat meningkatkan pendapatan perusahaan dan pada akhirnya memberikan kemakmuran bagi masyarakat yang lebih luas. Sejalan dengan visi dan misi Bursa Efek Indonesia yaitu memiliki visi “menjadi bursa yang kompetitif dengan kredibilitas tingkat dunia” dan misi “menciptakan daya saing untuk menarik investor dan emiten, melalui pemberdayaan Anggota Bursa dan Partisipan. Penciptaan nilai tambah efisiensi biaya serta penerapan *good governance*”.



## **b. Struktur Organisasi<sup>189</sup>**

Struktur organisasi pada Bursa Efek Indonesia merupakan organisasi line atau garis. Dalam kesehariannya PT. BEI dipimpin oleh seorang Direktur Utama yang bertanggung jawab kepada dewan komisaris, Direktur Utama ini mempunyai enam orang direktur untuk membantu tugas kesehariannya yaitu: Direktur Penilaian Perusahaan, Direktur Perdagangan dan Pengaturan Anggota Bursa, Direktur Pengawasan Transaksi dan Kepatuhan, Direktur Pengembangan, Direktur Teknologi Informasi serta Direktur Keuangan dan Sumber Daya Manusia.

### **1) Direktur Penilaian Perusahaan**

Bertanggung jawab atas kegiatan operasional yang terkait dengan Penilaian pendahuluan perusahaan, pencatatan perusahaan, penilaian keterbukaan perusahaan, penelaahan aksi korporasi perusahaan, dan pembinaan emiten (termasuk edukasi peraturan). Direktur penilaian perusahaan dibantu beberapa divisi yaitu :

---

<sup>189</sup> Struktur organisasi dapat diartikan sebagai kerangka kerja formal organisasi yang dengan kerangka kerja itu tugas-tugas pekerjaan dibagi-bagi, dikelompokkan, dan dikoordinasikan. Struktur organisasi juga menggambarkan tipe organisasi, pendepartemenan organisasi, kedudukan dan jenis wewenang pejabat, bidang dan hubungan pekerjaan, garis perintah dan tanggungjawab, rentang kendali dan sistem pimpinan organisasi. Gibson Ivancevich Donnely, *Organisasi: Perilaku, Struktur, Proses* Jilid 1 Edisi Kelima. (Jakarta. Erlangga, 1996), 5

- a) Divisi Penilaian Perusahaan Sektor Riil bertugas : Evaluasi pendahuluan calon emiten sampai dengan pencatatan saham di bursa, evaluasi atas rencana pencatatan saham tambahan sampai dengan pencatatan saham di bursa, pemantauan kepatuhan perusahaan tercatat terhadap peraturan berlaku, penyebaran informasi perusahaan tercatat pada publik, pembinaan perusahaan tercatat, proses delisting, pelaksana suspensi dan unsusensi. pengelolaan dan pemuktahiran data base emiten termasuk *corporate action*, pembuatan dan penyempurnaan prosedur dan peraturan pencatatan, sesuai dengan perkembangan pasar modal untuk meningkatkan kualitas dan integritas perusahaan sektor riil yang mencatat saham
- b) Divisi Penilaian Perusahaan Sektor Jasa bertugas: Evaluasi pendahuluan calon emiten sampai dengan pencatatan saham di bursa, termasuk EFT, evaluasi atas rencana pencatatan saham tambahan sampai dengan pencatatan saham di bursa, pemantauan kepatuhan perusahaan tercatat terhadap peraturan berlaku, penyebaran informasi perusahaan tercatat pada publik, pembinaan perusahaan tercatat, proses delisting, pelaksana suspensi dan unsusensi,

pengelolaan dan pemuktahiran data base emiten termasuk *corporate action*, pembuatan dan penyempurnaan prosedur dan peraturan pencatatan sesuai dengan perkembangan pasar modal untuk meningkatkan kualitas dan integritas perusahaan sektor riil yang mencatat saham.

- c) Divisi Penilaian Perusahaan Surat Utang bertugas: Evaluasi atas rencana pencatatan saham tambahan sampai dengan pencatatan saham di bursa, baik efek surat utang, sukuk maupun EBA (Efek Beragun Aset), pemantauan kepatuhan perusahaan tercatat terhadap peraturan berlaku, penyebaran informasi perusahaan tercatat pada publik, pembinaan perusahaan tercatat, proses delisting, pelaksana suspensu dan unsuspensi, pengelolaan dan pemuktahiran data base emiten termasuk *corporate action*, Pembuatan dan penyempurnaan prosedur dan peraturan pencatatan sesuai dengan perkembangan pasar modal untuk meningkatkan kualitas dan integritas perusahaan sektor riil yang mencatat saham

## 2) **Direktur Perdagangan dan Pengaturan**

### **Anggota Bursa**

Bertanggung jawab atas kegiatan operasional perdagangan saham, perdagangan informasi pasar (*data feed*), perdagangan surat utang dan derivative serta pelaporan surat utang. Selain itu Direktur perdagangan dan pengaturan anggota bursa juga bertanggung jawab atas pengelolaan aktivitas-aktivitas yang terkait dengan anggota bursa dan partisipan mengenai masalah pengkajian terhadap persyaratan keanggotaan, kewajiban pelaporan, pelatihan dan pendidikan serta pengawasan (khusus anggota bursa). Direktur perdagangan dan pengaturan anggota bursa membawahi beberapa divisi yaitu:

- a) Divisi Perdagangan Saham bertugas: Bertanggung jawab untuk menyelenggarakan perdagangan saham setiap hari bursa dengan melakukan koordinasi kegiatan pengembangan dan operasional perdagangan saham sehingga terlaksana perdagangan saham yang wajar, teratur dan efisien, bertanggung jawab atas kegiatan pengembangan dan operasional penyebaran data dan informasi, sehingga penyebaran data perdagangan dapat mendukung informasi yang dibutuhkan oleh investor untuk

pengambilan keputusan investasi dan meningkatkan pendapatan penjualan perdagangan informasi pasar.

- b) Divisi Perdagangan Surat Utang dan *Derivatif* bertugas : Bertanggung jawab atas terselenggaranya kegiatan operasional perdagangan surat utang derivative, penyempurnaan, pengembangan sistem dan sarana pasar perdagangan surat utang dan *derivative* sehingga tercipta pasar surat utang. Bertanggung jawab untuk memastikan terselenggaranya kegiatan pelaporan surat utang, penyempurnaan, pengembangan sistem dan sarana pelaporan surat utang sehingga tercipta sistem pelaporan surat utang yang teratur dan efisien.
- c) Divisi Keanggotaan dan Partisipan bertugas : Bertanggung jawab untuk melakukan evaluasi calon anggota bursa dan partisipan, pemantauan, pembinaan, pengembangan, penegakan disiplin anggota bursa serta membantu anggota bursa dan partisipan untuk membentuk, memiliki dan menjaga kredibilitas serta integritas di pasar modal.

### **3) Direktur Pengawasan Transaksi dan Keadpatuhan**

Bertanggung jawab untuk memastikan dan mengkoordinasikan kegiatan pengawasan dan analisa terhadap aktivitas perdagangan efek di bursa untuk mewujudkan perdagangan efek yang teratur dan wajar, sehingga dapat menjaga integritas dan kredibilitas bursa efek dan pasar modal. Direktur pengawasan transaksi dan kepatuhan membawahi beberapa divisi yaitu :

- a) Divisi Pengawasan Transaksi bertugas : Bertanggung jawab untuk memastikan dan menkoordinasikan kegiatan pengawasan dan analisis terhadap aktivitas perdagangan efek di bursa untuk mewujudkan perdagangan efek yang teratur dan wajar, sehingga dapat menjaga integritas dan kredibilitas bursa efek dan pasar modal.
- b) Divisi Keadpatuhan Anggota Bursa bertugas : Bertanggung jawab untuk memastikan kepatuhan anggota bursa terhadap peraturan perundang-undangan yang berlaku di bidang pasar modal termasuk pengendalian internal melalui kegiatan pemeriksaan berkala dan pemeriksaan sewaktu-waktu guna meminimalisasi resiko yang mungkin timbul

terhadap nasabah, anggota bursa, dan industri pasar modal.

#### **4) Direktur Pengembangan.**

Bertanggung jawab atas kegiatan operasional yang terkait dengan pengelolaan riset pasar modal dan ekonomi, pengembangan produk dan usaha, kegiatan pemasaran serta kegiatan edukasi dan sosial. Direktur pengembangan membawahi beberapa divisi yaitu :

a). Divisi Riset Bertugas : Bertanggung jawab untuk mengelola dan menyajikan data statistik perdagangan, emiten dan anggota bursa, melakukan analisis pasar untuk mencapai efisiensi dan pengembangan bursa, serta mengelola data historis perdagangan dan publikasi rutin lainnya sebagai bahan referensi dan dasar untuk membuat keputusan yang dapat diandalkan. Bertanggung jawab untuk menkoordinasikan pengelolaan pusat referensi pasar modal.

b). Divisi Pengembangan Usaha bertugas : Bertanggung jawab atas pengembangan produk – produk bursa dan kegiatan pengembangan pasar untuk meningkatkan likuiditas pasar dan daya saing.

c). Divisi Pemasaran Bertugas : Bertanggung jawab dalam merencanakan, mengembangkan dan mengimlikasikan strategi pemasaran, edukasi dan

sosialisasi kepada masyarakat luas dalam mencari dan menambah investor dan calon emiten.

d). *Chief Economist* Bertugas : Bertanggung jawab untuk memastikan bahwa seluruh peristiwa ekonomi nasional dan internasional dapat dijelaskan secara tepat dan akurat, serta dapat memberi prediksi terhadap peristiwa ekonomi yang akan terjadi secara rasional dengan menggunakan berbagai alat analisa ekonomi untuk kepentingan pengambilan keputusan BEI demi kepentingan bursa dan pasar modal Indonesia.

#### **5) Direktur Teknologi Informasi dan Manajemen Risiko**

Bertanggung jawab atas kegiatan operasional yang terkait dengan pengembangan sosial bisnis TI, operasional TI, manajemen risiko dan pengelolaan data. Jabatan ini membawahi beberapa divisi yaitu:

a). Divisi Pengembangan Solusi Bisnis TI bertugas : Bertanggung jawab atas perencanaan, implementasi, operasi, kepatuhan kebijakan, pengawasan / pemantauan, evaluasi dan pemeliharaan kinerja infrastruktur berbasis teknologi secara efektif dan efisien sesuai dengan misi, visi, dan strategi BEI.

b). Divisi Operasional TI bertugas : Bertanggung jawab untuk memastikan berjalanya kegiatan perencanaan, evaluasi, pengembangan dan



pemuktahiran system aplikasi dan infrastruktur teknologi informasi sesuai dengan kebutuhan bisnis perusahaan dan selaras dengan pengembangan teknologi terkini.

c). Divisi Manajemen Risiko bertugas : Memastikan perencanaan pengukuran, monitoring pengelolaan dan pengendalian resiko didalam organisasi secara sistematis dan teritegrasi. Bertanggung jawab dalam membangan strategi dan implementasi penerapan *good coporate governance* (GCG) didalam organisasi.

**6) Direktur Keuangan dan Sumber Daya Manusia.**

Bertanggung jawab atas kegiatan operasional yang terkait dengan pengelolaan keuangan perusahaan, pengelolaan dan pengembangan SDM, serta pengelolaan administrasi dan kegiatan umum lainnya. Jabatan ini membawahi beberapa divisi yaitu :

a). Divisi Keuangan bertugas: Bertanggung jawab atas keseluruhan fungsi akuntansi dan perpajakan serta anggaran dan pengelolaan keuangan untuk memperoleh hasil yang optimal.

b). Divisi Sumber Daya Manusia bertugas: Berkewajiban untuk menunjang kelancaran kegiatan operasional perusahaan dengan merekrut karyawan sesuai dengan kebijakan

perusahaan, meningkatkan kualitas sumber daya manusia di Bursa Efek Indonesia melalui program pelatihan dan pendidikan, menyelenggarakan administrasi dan penegakan disiplin karyawan serta penilaian prestasi kerja karyawan.

- c). Divisi Umum bertugas : Bertugas sebagai divisi penunjang kegiatan perusahaan diantaranya menyusun pedoman inventarisasi barang perusahaan serta bertanggung jawab dalam pengelolaan kebutuhan perusahaan.

Dari sekian banyak Divisi yang terdapat di Bursa Efek Indonesia, yang berkaitan langsung dengan proses sukuk di Bursa Efek Indonesia adalah Divisi penilaian Perusahaan Surat Utang dan Divisi Perdagangan Surat Utang, karena sukuk dikelompokkan dalam efek bersifat utang.

### **3. Produk Bursa Efek Indonesia**

Bursa Efek Indonesia banyak menawarkan produk dan layanan, diantaranya: saham, obligasi, derivative, reksadana, *instrument shari'ah* dan layanan lainnya. Berikut uraiannya:

#### **a. Saham**

Saham dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan modal seseorang atau pihak (badan usaha)

dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas.<sup>190</sup> Dengan menyertakan modal tersebut, maka pihak tersebut memiliki klaim atas pendapatan perusahaan, klaim atas asset perusahaan, dan berhak hadir dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Saham (*stock*) merupakan salah satu instrumen pasar keuangan yang paling populer. Menerbitkan saham merupakan salah satu pilihan perusahaan ketika memutuskan untuk pendanaan perusahaan. Pada sisi yang lain, saham merupakan instrument investasi yang banyak dipilih para investor karena saham mampu memberikan tingkat keuntungan yang menarik, yaitu: *Pertama*; Dividen, merupakan pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan dan berasal dari keuntungan yang dihasilkan perusahaan.<sup>191</sup> Dividen diberikan setelah mendapat persetujuan dari pemegang saham dalam RUPS. Jika seorang pemodal ingin mendapatkan dividen, maka pemodal tersebut harus memegang saham tersebut dalam kurun waktu yang relatif lama yaitu hingga kepemilikan saham tersebut berada dalam periode dimana diakui sebagai pemegang saham yang berhak mendapatkan dividen. Dividen yang dibagikan perusahaan dapat berupa dividen tunai – artinya kepada setiap pemegang saham diberikan dividen berupa uang tunai dalam jumlah rupiah tertentu untuk setiap saham atau dapat pula berupa dividen

---

<sup>190</sup> Husnan, Suad, Dasar-Dasar Teori Portofolio Dan Analisis Sekuritas, Edisi ke Lima (Yogyakarta: BPFE, 2005), 303

<sup>191</sup> Ibid.,305

saham yang berarti kepada setiap pemegang saham diberikan dividen sejumlah saham sehingga jumlah saham yang dimiliki seorang pemodal akan bertambah dengan adanya pembagian dividen saham tersebut. *Kedua; Capital Gain*, merupakan selisih antara harga beli dan harga jual. *Capital gain* terbentuk dengan adanya aktivitas perdagangan saham di pasar sekunder. Misalnya Investor membeli saham ABC dengan harga per saham Rp 3.000 kemudian menjualnya dengan harga Rp 3.500 per saham yang berarti pemodal tersebut mendapatkan capital gain sebesar Rp 500 untuk setiap saham yang dijualnya.<sup>192</sup> Sebagai instrument investasi, saham memiliki risiko, antara lain:

- a). *Capital Loss* Merupakan kebalikan dari *Capital Gain*, yaitu suatu kondisi dimana investor menjual saham lebih rendah dari harga beli. Misalnya saham PT. XYZ yang di beli dengan harga Rp 2.000,- per saham, kemudian harga saham tersebut terus mengalami penurunan hingga mencapai Rp 1.400,- per saham. Karena takut harga saham tersebut akan terus turun, investor menjual pada harga Rp 1.400,- tersebut sehingga mengalami kerugian sebesar Rp 600,- per saham.
- b). Risiko Likuidasi. Perusahaan yang sahamnya dimiliki, dinyatakan bangkrut oleh Pengadilan, atau perusahaan tersebut dibubarkan. Dalam hal ini hak klaim dari

---

<sup>192</sup>Sumber : data *Indonesia Stock Exchange (IDX)* Bursa Efek Jakarta, diolah

pemegang saham mendapat prioritas terakhir setelah seluruh kewajiban perusahaan dapat dilunasi (dari hasil penjualan kekayaan perusahaan). Jika masih terdapat sisa dari hasil penjualan kekayaan perusahaan tersebut, maka sisa tersebut dibagi secara proporsional kepada seluruh pemegang saham. Namun jika tidak terdapat sisa kekayaan perusahaan, maka pemegang saham tidak akan memperoleh hasil dari likuidasi tersebut. Kondisi ini merupakan risiko yang terberat dari pemegang saham. Untuk itu seorang pemegang saham dituntut untuk secara terus menerus mengikuti perkembangan perusahaan.

Di pasar sekunder atau dalam aktivitas perdagangan saham sehari-hari, harga-harga saham mengalami fluktuasi baik berupa kenaikan maupun penurunan. Pembentukan harga saham terjadi karena adanya permintaan dan penawaran atas saham tersebut. Dengan kata lain harga saham terbentuk oleh *supply* dan *demand* atas saham tersebut. *Supply* dan *demand* tersebut terjadi karena adanya banyak faktor, baik yang sifatnya spesifik atas saham tersebut (kinerja perusahaan dan industri dimana perusahaan tersebut bergerak) maupun faktor yang sifatnya makro seperti tingkat suku bunga, inflasi, nilai tukar dan faktor-faktor non ekonomi seperti kondisi sosial dan politik, dan faktor lainnya.

## **b. Obligasi (Surat Utang)**

Surat Utang yang tercatat di Bursa Efek Indonesia Jakarta terdiri dari :

- 1) Obligasi Korporasi adalah obligasi yang di terbitkan oleh Perusahaan Swasta Nasional termasuk BUMN dan BUMD.
- 2) Surat Utang Negara adalah Surat Berharga yang diterbitkan oleh Pemerintah sesuai Undang-Undang No. 24 Tahun 2002, terdiri dari: Obligasi Negara (termasuk Obligasi Negara Retail/ORI) dan Surat Perbendaharaan Negara (SPN)
- 3) Sukuk Korporasi adalah Instrumen berpendapatan tetap yang diterbitkan berdasarkan prinsip shari'ah sesuai ketentuan Bapepam&LK Np. IX.A.13 tentang Efek Shari'ah. Pendapatan Sukuk Korporasi berdasarakan Akad-akad yang tertuang dalam ketentuan Bapepam&LK tentang Akad-akad Efek Shari'ah.<sup>193</sup>
- 4) Surat Berharga Shari'ah Negara/SBSN atau Sukuk Negara adalah Surat Berharga yang diterbitkan oleh Pemerintah yang berdasarkan Syariah Islam sesuai dengan Undang-Undang No. 19 Tahun 2008 Tentang Surat Berharga Shari'ah Negara (SBSN).
- 5) Efek Beragun Aset (EBA) adalah Efek bersifat utang yang diterbitkan dengan *Underlying Aset* sebagai dasar penerbitan.

---

<sup>193</sup>Sukuk korporasi inilah yang akan menjadi focus penelitian lebih lanjut

Semua instrumen tersebut sudah dapat di transaksikan dan atau dilaporkan perdagangannya melalui Bursa Efek Indonesia.

### c. Derivatif

Efek derivatif merupakan Efek turunan dari Efek “utama” baik yang bersifat penyertaan maupun utang. Efek turunan dapat berarti turunan langsung dari Efek “utama” maupun turunan selanjutnya. Derivatif merupakan kontrak atau perjanjian yang nilai atau peluang keuntungannya terkait dengan kinerja aset lain. Aset lain ini disebut sebagai *underlying assets*.

Derivatif dalam pengertian yang lebih khusus, merupakan kontrak finansial antara 2 (dua) atau lebih pihak-pihak guna memenuhi janji untuk membeli atau menjual *assets/commodities* yang dijadikan sebagai obyek yang diperdagangkan pada waktu dan harga yang merupakan kesepakatan bersama antara pihak penjual dan pihak pembeli. Adapun nilai di masa mendatang dari obyek yang diperdagangkan tersebut sangat dipengaruhi oleh instrumen induknya yang ada di *spot market*.

Derivatif yang terdapat di Bursa Efek Indonesia adalah derivatif keuangan (*financial derivative*). Derivatif keuangan merupakan instrumen derivatif, di mana variabel-variabel yang mendasarinya adalah instrumen-instrumen keuangan, yang dapat berupa saham, obligasi, indeks saham, indeks obligasi, mata uang (*currency*),

tingkat suku bunga dan instrumen-instrumen keuangan lainnya. Instrumen-instrumen derivatif sering digunakan oleh para pelaku pasar (pemodal dan perusahaan efek) sebagai sarana untuk melakukan lindung nilai (*hedging*) atas portofolio yang mereka miliki. Beberapa Jenis Produk Turunan (derivative) yang diperdagangkan di BEI:

### 1). Kontrak Opsi Saham (KOS).

*Option* adalah kontrak resmi yang memberikan hak (tanpa adanya kewajiban) untuk membeli atau menjual sebuah asset pada harga tertentu dalam jangka waktu tertentu. *Option* pertama kali secara resmi diperdagangkan melalui *Chicago Board Exchange* (CBOE) pada tahun 1973.

KOS (Kontrak Opsi Saham) adalah Efek yang memuat hak beli (*call option*) atau hak jual (*put option*) atas *Underlying Stock* (saham perusahaan tercatat, yang menjadi dasar perdagangan seri KOS) dalam jumlah dan *Strike Price* (harga yang ditetapkan oleh Bursa untuk setiap seri KOS sebagai acuan dalam *Exercise*) tertentu, serta berlaku dalam periode tertentu. *Call Option* memberikan hak (bukan kewajiban) kepada pemegang opsi (*taker*) untuk membeli sejumlah tertentu dari sebuah instrumen yang menjadi dasar kontrak tersebut. Sebaliknya, *Put Option* memberikan hak (bukan kewajiban) kepada



pemegang opsi (*taker*) untuk menjual sejumlah tertentu dari sebuah instrumen yang menjadi dasar kontrak tersebut. Adapun karakteristik opsi saham yang diperdagangkan di BEI adalah sebagai berikut :

Tabel 5.3  
Karakteristik Opsi Saham di BEI

<b>Type KOS</b>	<b>Call Option dan Put Option</b>		
Satuan Perdagangan	1 Kontrak = 10.000 opsi saham		
Masa Berlaku	1,2 dan 3 bulan		
Pelaksanaan Hak ( <i>exercise</i> )	Metode Amerika (Setiap saat dalam jam tertentu di hari bursa, selama masa berlaku KOS)		
Penyelesaian Pelaksanaan Hak	Secara tunai pada T+1, dengan pedoman: <ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>call option</i> = WMA – <i>strike price</i></li> <li>• <i>put option</i> = <i>strike price</i> – WMA</li> </ul>		
Margin Awal	10% dari nilai kontrak		
WMA ( <i>weighted moving average</i> )	adalah rata-rata tertimbang dari saham acuan opsi selama 30 menit dan akan muncul setelah 15 menit berikutnya		
<i>Strike Price</i>	adalah harga tebus ( <i>exercise price</i> ) untuk setiap seri KOS yang ditetapkan 7 seri untuk call option dan 7 seri untuk put option berdasarkan closing price saham acuan opsi saham		
<i>Automatic exercise</i>	diberlakukan apabila: <ul style="list-style-type: none"> <li>110% dari <math>\text{strike} \geq \text{call option}</math>, jika WMA price</li> <li>90% dari <math>\text{strike price} \leq \text{put option}</math>, jika WMA</li> </ul>		
Jam Perdagangan KOS	Senin Kamis	:	Sesi 1: 09.30–12.00 WIB
			Sesi 2: 13.30–16.00 WIB
	Jum'at	:	Sesi 1: 09.30–11.30 WIB
			Sesi 2: 14.00–16.00 WIB
Jam Pelaksanaan Hak	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Senin – Kamis : 10.01 – 12.15 dan 13.45 – 16.15 WIB</li> <li>• Jum'at : 10.01 – 11.45 dan 14.15 – 16.15 WIB</li> </ul>		
Premium	diperdagangkan secara lelang berkelanjutan ( <i>continuous auction market</i> )		

## 2). Kontrak Berjangka Indeks Efek (KBIE)

### a). LQ45 *Futures*

Kontrak Berjangka atau *Futures* adalah kontrak untuk membeli atau menjual suatu *underlying* (dapat berupa indeks, saham, obligasi, dll) di masa mendatang. Kontrak indeks merupakan kontrak berjangka yang menggunakan *underlying* berupa indeks saham. LQ45 *Futures* menggunakan *underlying* indeks LQ45, LQ45 telah dikenal sebagai *benchmark* saham-saham di Pasar Modal Indonesia. Di tengah perkembangan yang cepat di pasar modal Indonesia, indeks LQ45 dapat menjadi alat yang cukup efektif dalam rangka melakukan *tracking* secara keseluruhan dari pasar saham di Indonesia. Spesifikasi Kontrak LQ45 *Futures*:

Tabel 5.4  
Kontrak Berjangka Indeks Efek (KBIE) LQ45 *Futures*

Underlying	:	Indeks LQ45	
Multiplier	:	Rp. 500.000 per poin indeks	
Periode Kontrak	:	Kontrak Bulanan (Spot Month)	
		Kontrak Bulanan Kedua (Second Month)	
Jam Trading	:	Hari Senin s/d Kamis	: Sesi 1: 09.15–12.00 WIB
			: Sesi 2: 13.30–16. 15 WIB
		Hari Jumat	: Sesi 1: 09. 15–11.30 WIB
			: Sesi 2: 14.00–16. 15 WIB
Last Trading Day	:	Setiap Hari Bursa terakhir setiap bulan kontrak	
Margin Awal	:	IDR 3.000.000/ kontrak	

## b). Mini LQ45 Futures

- Mini LQ45 Futures adalah kontrak yang menggunakan *underlying* yang sama dengan LQ45 Futures yaitu indeks LQ45, hanya saja Mini LQ45 Futures memiliki multiplier yang lebih kecil (Rp 100 ribu / poin indeks atau 1/5 dari LQ45 Futures) sehingga nilai transaksi, kebutuhan marjin awal, dan fee transaksinya juga lebih kecil.
- Produk Mini LQ45 *Futures* ditujukan bagi investor pemula dan investor retail yang ingin melakukan transaksi LQ45 dengan persyaratan yang lebih kecil. Dengan demikian Mini LQ45 dapat digunakan sebagai sarana pembelajaran investor *retail* yang baru akan mulai melakukan transaksi di *indeks* LQ45.

Tabel 5.6  
Spesifikasi Kontrak Mini LQ45 *Futures*

Underlying	:	Indeks LQ45	
Multiplier	:	Rp. 100.000 per poin indeks	
Periode Kontrak	:	Kontrak Bulanan (Spot Month)	
		Kontrak Bulanan Kedua (Second Month)	
Jam Perdagangan	:	Hari Senin s/d Kamis	Sesi 1: 09.15– 12.00 WIB
			Sesi 2: 13.30–16.15 WIB
		Hari Jumat	Sesi 1: 09. 15–11.30 WIB
			Sesi 2: 14.00–16.15 WIB
Last Trading Day	:	Setiap Hari Bursa terakhir setiap bulan kontrak	
Margin Awal	:	4% dari nilai kontrak	

c). LQ45 *Futures* Periodik

Kontrak yang diterbitkan pada Hari Bursa tertentu dan jatuh tempo dalam periode Hari Bursa tertentu. Spesifikasi Kontrak LQ45 *Futures* Periodik:

Tabel 5.7  
Spesifikasi Kontrak LQ45 *Futures* Periodik

Underlying		Indeks LQ45	
Multiplier	:	Rp.500.000,-	
Periode Kontrak	:	Kontrak Periodik Harian (2 Hari Bursa)	
Jam Perdagangan	:	Senin-Kamis	: sesi I : 09.15-12.00 WIB
			: sesi II : 13.30-16.15 WIB
	:	Jum'at	: sesi I : 09.15-11.30 WIB
			: sesi II : 14.00-16.15 WIB
Fraksi Harga	:	0,05 poin indeks	
Margin Awal	:	IDR 3.000.000/ kontrak	

d). Mini LQ45 *Futures* Periodik

Kontrak yang diterbitkan pada Hari Bursa tertentu dan jatuh tempo dalam periode Hari Bursa tertentu.

Tabel 5.8<sup>194</sup>  
Spesifikasi Kontrak Mini LQ45 Futures Periodik

Underlying	:	Indeks LQ45	
Multiplier	:	Rp.100.000,-	
Periode Kontrak	:	Kontrak Periodik Harian (2 Hari Bursa)	
Jam Perdagangan	:	Senin-Kamis	: sesi I : 09.15-12.00 WIB
			: sesi II : 13.30-16.15 WIB
	:	Jum'at	: sesi I : 09.15-11.30 WIB
			: sesi II : 14.00-16.15 WIB
Fraksi Harga	:	0,05 poin indeks	
Margin Awal	:	4% dari nilai kontrak	

e). Japan (JP) *Futures*

Dengan JP Futures memungkinkan investor menarik manfaat dari pergerakan pasar jepang sebagai pasar saham paling aktif setelah pasar AS.:

Tabel 5.9  
Spesifikasi Kontrak JP Futures

Underlying	:	Dow Jones Japan Titan 100	
Multiplier	:	Rp 50.000 per poin indeks	
Periode Kontrak	:	2 kontrak Bulan Kuartal terdekat (Bulan Kuartal adalah Mar, Jun, Sep dan Des)	
Jam Perdagangan	:	Senin s/d	: Sesi 1: 09.15 – 12.00 WIB
		Kamis	: Sesi 2: 13.30 – 16.15 WIB
	:	Jumat	: Sesi 1: 09.15 – 11.30 WIB
			: Sesi 2: 14.00 – 16.15 WIB
Last Trading Day	:	Hari Kamis kedua setiap Bulan Kontrak	
Margin Awal	:	4% dari nilai kontrak	

<sup>194</sup> Ibid

Produk ini memberikan peluang kepada investor untuk melakukan investasi secara global sekaligus memperluas rangkaian dan jangkauan produk derivatif BEI ke produk yang menjadi *benchmark* dunia.

#### **d. Reksadana**

Reksa Dana diartikan sebagai Wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya di investasikan dalam portofolio Efek oleh Manajer Investasi.<sup>195</sup> Mengacu kepada Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995, pasal 1 ayat (27) didefinisikan bahwa Reksa Dana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi. Ada tiga hal yang terkait dari definisi tersebut yaitu, *Pertama*, adanya dana dari masyarakat pemodal. *Kedua*, dana tersebut diinvestasikan dalam portofolio efek, dan *Ketiga*, dana tersebut dikelola oleh manajer investasi. Dengan demikian, dana yang ada dalam Reksa Dana merupakan dana bersama para pemodal, sedangkan manajer investasi adalah pihak yang dipercaya untuk mengelola dana tersebut.

---

<sup>195</sup> Widoatmodjo Sawidji., *Cara Sehat Investasi di Pasar Modal: pengetahuan dasar*, cetakan ke-2, (Jakarta: PT. Jurnalindo Aksara Grafika, 1996), 172-173

Reksadana merupakan salah satu alternatif investasi bagi masyarakat pemodal, khususnya pemodal kecil dan pemodal yang tidak memiliki banyak waktu dan keahlian untuk menghitung risiko atas investasi mereka. Reksa Dana dirancang sebagai sarana untuk menghimpun dana dari masyarakat yang memiliki modal, mempunyai keinginan untuk melakukan investasi, namun hanya memiliki waktu dan pengetahuan yang terbatas. Selain itu Reksa Dana juga diharapkan dapat meningkatkan peran pemodal lokal untuk berinvestasi di pasar modal Indonesia.

Investasi reksadana memiliki Keuntungan dan Risiko sebagaimana pada investasi pada umumnya. Manfaat yang diperoleh pemodal jika melakukan investasi dalam Reksa Dana, antara lain:

- 1). Pemodal walaupun tidak memiliki dana yang cukup besar dapat melakukan diversifikasi investasi dalam Efek, sehingga dapat memperkecil risiko. Sebagai contoh, seorang pemodal dengan dana terbatas dapat memiliki portfolio obligasi, yang tidak mungkin dilakukan jika tidak memiliki dana besar. Dengan Reksa Dana, maka akan terkumpul dana dalam jumlah yang besar sehingga akan memudahkan diversifikasi baik untuk instrumen di pasar modal maupun pasar uang, artinya investasi dilakukan pada berbagai jenis instrumen seperti deposito, saham, obligasi.

- 2). Reksa Dana mempermudah pemodal untuk melakukan investasi di pasar modal. Menentukan saham-saham yang baik untuk dibeli bukanlah pekerjaan yang mudah, namun memerlukan pengetahuan dan keahlian tersendiri, dimana tidak semua pemodal memiliki pengetahuan tersebut.
- 3). Efisiensi waktu. Dengan melakukan investasi pada Reksa Dana dimana dana tersebut dikelola oleh manajer investasi profesional, maka pemodal tidak perlu repot-repot untuk memantau kinerja investasinya karena hal tersebut telah dialihkan kepada manajer investasi tersebut.

Seperti halnya wahana investasi lainnya, disamping mendatangkan berbagai peluang keuntungan, Reksa Dana pun mengandung berbagai peluang risiko, antara lain:

- 1). Risiko Berkurangnya Nilai Unit Penyertaan. Risiko ini dipengaruhi oleh turunnya harga dari Efek (saham, obligasi, dan surat berharga lainnya) yang masuk dalam portfolio Reksa Dana tersebut.
- 2). Risiko Likuiditas. Risiko ini menyangkut kesulitan yang dihadapi oleh Manajer Investasi jika sebagian besar pemegang unit melakukan penjualan kembali (redemption) atas unit-unit yang dipegangnya. Manajer Investasi kesulitan dalam menyediakan uang tunai atas redemption tersebut.



- 3). Risiko Wanprestasi. Risiko ini merupakan risiko terburuk, dimana risiko ini dapat timbul ketika perusahaan asuransi yang mengasuransikan kekayaan Reksa Dana tidak segera membayar ganti rugi atau membayar lebih rendah dari nilai pertanggungsaan saat terjadi hal-hal yang tidak diinginkan, seperti wanprestasi dari pihak-pihak yang terkait dengan Reksa Dana, pialang, bank kustodian, agen pembayaran, atau bencana alam, yang dapat menyebabkan penurunan NAB (Nilai Aktiva Bersih) Reksa Dana.

Dilihat dari portfolio investasinya, Reksa Dana dapat dibedakan menjadi:

- 1). Reksa Dana Pasar Uang (Money Market Funds). Reksa Dana jenis ini hanya melakukan investasi pada Efek bersifat Utang dengan jatuh tempo kurang dari 1 (satu) tahun. Tujuannya adalah untuk menjaga likuiditas dan pemeliharaan modal.
- 2). Reksa Dana Pendapatan Tetap (Fixed Income Funds). Reksa Dana jenis ini melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari aktivitya dalam bentuk Efek bersifat Utang. Reksa Dana ini memiliki risiko yang relatif lebih besar dari Reksa Dana Pasar Uang. Tujuannya adalah untuk menghasilkan tingkat pengembalian yang stabil.

- 3). Reksa Dana Saham (Equity Funds). Reksa dana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari aktivasinya dalam bentuk Efek bersifat Ekuitas. Karena investasinya dilakukan pada saham, maka risikonya lebih tinggi dari dua jenis Reksa Dana sebelumnya namun menghasilkan tingkat pengembalian yang tinggi.
- 4). Reksa Dana Campuran (Discretionary Funds). Reksa Dana jenis ini melakukan investasi dalam Efek bersifat Ekuitas dan Efek bersifat Utang.

**e. Produk *Shari'ah***

Investasi *shari'ah* di pasar modal Indonesia identik dengan *Jakarta Islamic Index* (JII) yang hanya terdiri dari 30 saham *shari'ah* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Padahal Efek *shari'ah* yang terdapat di pasar modal Indonesia bukan hanya 30 saham *shari'ah* yang menjadi konstituen JII saja tetapi terdiri dari berbagai macam jenis Efek selain saham *shari'ah* yaitu Sukuk, dan reksadana *shari'ah* .

Sejak November 2007, Bapepam & LK telah mengeluarkan Daftar Efek *Shari'ah* (DES) yang berisi daftar saham *shari'ah* yang ada di Indonesia. Dengan adanya DES maka masyarakat akan semakin mudah untuk mengetahui saham-saham apa saja yang termasuk saham *shari'ah* karena DES adalah satu-satunya rujukan tentang

daftar saham *shari'ah* di Indonesia. Keberadaan DES tersebut kemudian ditindaklanjuti oleh BEI dengan meluncurkan Indeks Saham *Shari'ah* Indonesia (ISSI) pada tanggal 12 Mei 2011. Konstituen ISSI terdiri dari seluruh saham *shari'ah* yang tercatat di BEI.

Pada tahun yang sama, tepatnya 8 Maret 2011, DSN-MUI telah menerbitkan Fatwa No. 80 tentang Penerapan Prinsip *Shari'ah* dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek. Sebagai tindak lanjut dari dikeluarkannya fatwa, BEI telah mengembangkan suatu model perdagangan online yang sesuai *shari'ah* untuk diaplikasikan oleh Anggota Bursa (AB) pada September 2011. Dengan adanya sistem ini, maka perkembangan investasi *shari'ah* di pasar modal Indonesia diharapkan semakin meningkat karena investor akan semakin mudah dan nyaman dalam melakukan perdagangan saham secara *shari'ah*

### **1). Efek *Shari'ah***

Berdasarkan Peraturan Bapepam & LK No IX.A.13 tentang Penerbitan Efek *Shari'ah*, khususnya ayat 1.a.3, yang di maksud dengan “Efek *Shari'ah* adalah Efek sebagaimana di maksud dalam Undang-Undang Pasar Modal dan peraturan pelaksanaannya yang akad, cara, dan kegiatan usaha yang menjadi landasan penerbitannya tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip *shari'ah* di Pasar Modal”. Dalam

peraturan yang sama, khususnya ayat 1.a.2, dijelaskan juga pengertian dari prinsip-prinsip *Shari'ah* di Pasar Modal yaitu prinsip-prinsip hukum Islam dalam kegiatan di bidang pasar modal berdasarkan fatwa DSN-MUI, sepanjang fatwa di maksud tidak bertentangan dengan Peraturan ini dan/atau Peraturan Bapepam dan LK yang didasarkan pada fatwa DSN-MUI.

Daftar Efek *Shari'ah* (DES) adalah kumpulan Efek yang tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip *shari'ah* di Pasar Modal, yang ditetapkan oleh Bapepam & LK atau Pihak yang disetujui Bapepam & LK. DES terbit 6 bulan sekali, yaitu setiap November dan Mei, dan pemutakhiran dilakukan secara berkesinambungan apabila terdapat efek yang memenuhi prinsip-prinsip *shari'ah* sepanjang periode yang berlaku. Bapepam & LK menerbitkan DES pertama kali pada tanggal 30 November 2007.

Berdasarkan definisi di atas, maka DES merupakan satu-satunya rujukan mengenai kumpulan efek *shari'ah* yang terdapat di Indonesia. Hanya Bapepam & LK yang berhak mengeluarkan DES, meskipun pihak lain diperbolehkan untuk menerbitkan Daftar Efek *Shari'ah* tetapi harus mendapat persetujuan dari Bapepam & LK. Berdasarkan peraturan yang sama, khususnya ayat 1.b, disebutkan

bahwa efek-efek yang dapat dimasukkan ke dalam DES sesuai dengan yang telah ditetapkan oleh Bapepam & LK, adalah :

- a). Surat Berharga *Shari'ah* Negara yang diterbitkan oleh Negara Republik Indonesia;
- b). Efek yang diterbitkan oleh Emiten atau Perusahaan Publik yang menyatakan bahwa kegiatan usaha serta cara pengelolaan usahanya dilakukan berdasarkan prinsip *shari'ah* sebagaimana tertuang dalam anggaran dasar;
- c). Sukuk yang diterbitkan oleh Emiten termasuk obligasi *shari'ah* yang telah diterbitkan oleh Emiten sebelum ditetapkannya Peraturan ini;
- d). Saham reksa dana *shari'ah* ;
- e). Unit penyertaan kontrak investasi kolektif reksa dana *shari'ah* ;
- f). Efek Beragun Aset *Shari'ah* (EBAS);
- g). Efek berupa saham, termasuk HMETD *shari'ah* dan *waran shari'ah* , yang diterbitkan oleh Emiten atau Perusahaan Publik yang tidak menyatakan bahwa kegiatan usaha serta cara pengelolaan usahanya dilakukan berdasarkan prinsip *shari'ah*.
- h). Efek *shari'ah* yang memenuhi prinsip-prinsip *shari'ah* di Pasar Modal yang diterbitkan oleh lembaga Internasional dimana Pemerintah Republik Indonesia menjadi salah satu anggotanya; dan
- i). Efek *shari'ah* lainnya.

## 2). Indeks Saham Syari'ah Indonesia

Indeks saham *shari'ah* adalah indikator yang menunjukkan kinerja/pergerakan indeks harga saham syariah yang ada di Bursa Efek Indonesia. Sejak 12 Mei 2011, BEI mempunyai dua indeks harga saham syariah, yaitu Jakarta Islamic Index (JII) dan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).

Saham syariah yang menjadi konstituen JII terdiri dari 30 saham yang merupakan saham-saham syariah paling likuid dan memiliki kapitalisasi pasar yang besar. BEI melakukan *review* JII setiap 6 bulan, yang disesuaikan dengan periode penerbitan DES oleh Bapepam & LK. Setelah dilakukan penyeleksian saham syariah oleh Bapepam & LK yang dituangkan ke dalam DES, BEI melakukan proses seleksi lanjutan yang didasarkan kepada kinerja perdagangannya. Adapun proses seleksi JII berdasarkan kinerja perdagangan saham syariah yang dilakukan oleh BEI adalah sebagai berikut:

- a) Saham-saham yang dipilih adalah saham-saham *shari'ah* yang termasuk ke dalam DES yang diterbitkan oleh Bapepam & LK.
- b) Dari saham-saham syariah tersebut kemudian dipilih 60 saham berdasarkan urutan kapitalisasi terbesar selama 1 tahun terakhir.

- c) Dari 60 saham yang mempunyai kapitalisasi terbesar tersebut, kemudian dipilih 30 saham berdasarkan tingkat likuiditas yaitu urutan nilai transaksi terbesar di pasar reguler selama 1 tahun terakhir

### 3). Sukuk

Definisi Sukuk Berdasarkan peraturan Bapepam & LK No IX.A.13 tentang Penerbitan Efek *Shari'ah* adalah efek *shari'ah* berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak tertentu (tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas: (1) Aset berwujud tertentu, (2) Nilai manfaat atas aset berwujud tertentu baik yang sudah ada maupun yang akan ada;(3)Jasa yang sudah ada maupun yang akan ada; (4) Aset proyek tertentu dan/atau (5) Kegiatan investasi yang telah ditentukan.

Sukuk yang pertama kali dicatatkan di BEI adalah sukuk PT Indosat Tbk. pada September 2002 dengan menggunakan akad *muḍarabah*. Landasan fatwa yang digunakan untuk menerbitkan obligasi *muḍarabah* pada saat itu adalah fatwa DSN-MUI No. 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah dan fatwa No. 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah *Muḍarabah*. Selanjutnya, pada tahun 2004 terbit obligasi syariah dengan menggunakan akad *ijārah* dengan berdasarkan kepada fatwa No. 41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi

Syariah *Ijārah*. Berdasarkan peraturan Bapepam & LK No IX.A.14 tentang Akad-Akad yang Digunakan dalam Penerbitan Efek *Shari'ah* di Pasar Modal, yang dimaksud dengan:

- 1). Akad *Muḍarabah (qiraḍ)* adalah perjanjian (*'aqd*) dimana pihak yang menyediakan dana (*ṣaḥīb al-māl*) berjanji kepada pengelola usaha (*muḍarib*) untuk menyerahkan modal dan pengelola (*muḍarib*) berjanji untuk mengelola modal tersebut.
- 2). Akad *Ijarah* adalah perjanjian (*'aqd*) dimana Pihak yang memiliki barang atau jasa (pemberi sewa atau pemberi jasa) berjanji kepada penyewa atau pengguna jasa untuk menyerahkan hak penggunaan atau pemanfaatan atas suatu barang dan atau memberikan jasa yang dimiliki pemberi sewa atau pemberi jasa dalam waktu tertentu dengan pembayaran sewa dan atau upah (*ujrah*), tanpa diikuti dengan beralihnya hak atas kepemilikan barang yang menjadi obyek *Ijarah*.

## **B. Kelembagaan Pasar Modal**

Struktur kelembagaan pasar modal Indonesia secara khusus diatur dalam Undang-undang No. 8/1/1995 tentang Pasar Modal Indonesia. Berdasarkan Undang-undang tersebut, Badan



Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan melakukan pengawasan atas pelaksanaan pasar di Indonesia termasuk lembaga dan profesi yang terkait dengannya. Berikut uraiannya:

### **1. Manajer Investasi**

Manajer investasi merupakan manajer profesional yang mengelola beragam sekuritas atau surat berharga seperti saham, obligasi, sukuk dan aset lainnya seperti properti dengan tujuan untuk mencapai target investasi yang menguntungkan bagi investor. Investor tersebut dapat berupa institusi (perusahaan asuransi, dana pensiun, perusahaan dll) ataupun dapat juga merupakan investor perorangan, sarana yang digunakan biasanya berupa kontrak investasi atau yang umumnya digunakan adalah berupa kontrak investasi kolektif (KIK) seperti reksadana. Lingkup jasa pelayanan manajemen investasi adalah termasuk melakukan analisis keuangan, pemilihan aset, pemilihan saham, implementasi perencanaan serta melakukan pemantauan terhadap investasi

Manajer Investasi juga merupakan perusahaan efek yang melakukan usaha sebagai pengumpul dana serta mengelola dana untuk investasi sesuai dengan perjanjian dengan investor (pemodal). Manajer Investasi adalah pihak yang kegiatan usahanya mengelola Portofolio Efek untuk para nasabah atau mengelola portofolio investasi kolektif untuk sekelompok nasabah, kecuali perusahaan asuransi, dana pensiun, dan bank yang melakukan sendiri kegiatan usahanya

berdasarkan peraturan perundang-undangan yang berlaku. Adapun tugas dan tanggungjawab Manajer Investasi, antara lain: mengelola dana nasabah, menyelenggarakan administrasi portofolio nasabah, menyediakan data & informasi bagi kepentingan nasabah, melaksanakan keputusan investasi sesuai dengan kepentingan nasabah, memberikan rekomendasi kepada nasabah untuk membeli/menjual efek berdasarkan keadaan keuangan dan maksud tujuan investasi dr nasabah, mengenal nasabah, menghitung nilai wajar pasar dari efek dalam portofolio Reksadana dan menyampaikannya kepada bank Kustodian setiap hari kerja (jika mengelola Reksadana). Berkaitan dengan fungsi tersebut maka Manajer Investasi wajib:

- 1). Mengelola Efek Beragun Aset sebagaimana ditentukan dalam Kontrak Investasi Kolektif;
- 2). Bertanggung jawab atas pengelolaan Efek Beragun Aset sesuai dengan ketentuan dalam kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset; - melaporkan hasil pemantauan terhadap Bank Kustodian dan Penyedia Jasa sekurang-kurangnya 6 (enam) bulan sekali kepada Bapepam;
- 3). Melaporkan kepada setiap pemegang Efek Beragun Aset setiap bulan;
- 4). Mengganti Bank Kustodian dengan pemberitahuan tertulis terlebih dahulu kepada Bank Kustodian tersebut dan melaporkan kepada Bapepam selambat-lambatnya 5 (lima) hari sesudah penggantian sesuai dengan Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset;

- 5). Mewakili kepentingan pemegang Efek Beragun Aset di dalam dan di luar pengadilan sehubungan dengan aset dalam portofolio Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset atau berkaitan dengan fungsi Bank Kustodian dan Penyedia Jasa.

Dalam peraturan tersebut juga ditentukan bahwa guna melindungi kepentingan masyarakat investor, maka Bapepam mempunyai kewenangan untuk mengganti Manajer Investasi dalam hal Manajer Investasi tidak melaksanakan kewajiban sebagaimana ditentukan dalam peraturan perundang-undangan yang berlaku.

## **2. Biro Administrasi Efek**

Biro Administrasi Efek adalah Pihak yang berdasarkan kontrak dengan emiten melaksanakan pencatatan pemilikan efek dan pembagian hak yang berkaitan dengan efek. Adapun tugas dan tanggungjawab Biro Administrasi Efek, antara lain:

- 1). Setiap Biro Administrasi Efek wajib mengadministrasikan, menyimpan dan memelihara catatan, pembukuan, data dan keterangan tertulis yang berhubungan dengan emiten yang efeknya diadministrasikan oleh Biro Administrasi Efek; Jasa Administrasi Efek yang diberikan; Manajemen Biro Administrasi Efek.
- 2). Biro Administrasi Efek wajib menjaga sebaik-baiknya setiap efek maupun catatan pembukuan dalam pengelolaannya dan wajib membuat salinan dari catatan yang disimpan di tempat yang terpisah dana aman.

### 3. Bank Kustodian

Bank Kustodian adalah suatu lembaga yang bertanggung jawab untuk mengamankan aset keuangan dari suatu perusahaan ataupun perorangan. Bank Kustodian ini akan bertindak sebagai tempat penitipan kolektif dan dari aset seperti saham, obligasi atau sukuk serta melaksanakan tugas administrasi seperti menagih hasil penjualan, menerima deviden, mengumpulkan informasi mengenai perusahaan acuan seperti misalnya rapat umum pemegang saham tahunan, menyelesaikan transaksi penjualan dan pembelian, melaksanakan transaksi dalam valuta asing apabila diperlukan, serta menyajikan laporan atas seluruh aktivitasnya sebagai Kustodiiian kepada kliennya.

Bank custodian biasa juga disebut bank Kustodian '*global*, apabila bank Kustodian tersebut mengelola aset yang berasal dari berbagai penjuru dunia dengan beragam yurisdiksi melalui berbagai cabangnya diberbagai penjuru dunia. Aset yang tersebar demikian biasanya dimiliki oleh dana pensiun

### 4. Pemeringkat Efek

Perusahaan Pemeringkat Efek adalah Pihak yang menerbitkan peringkat-peringkat bagi surat utang (*debt securities*), seperti obligasi, sukuk dan *commercial paper*. Pemeringkat efek (*rating agencies*) mempunyai fungsi utama untuk memberikan opini atas suatu efek yang bersifat utang. Opini yang diberikan melalui berbagai analisa

fundamental dan segala informasi yang berhubungan dengan perusahaan yang menerbitkan efek yang bersangkutan. .  
 Pemingkatan ini dilakukan untuk memberikan informasi kepada investor guna mengetahui kemampuan perusahaan dalam melakukan kewajiban mengembalikan pokok pinjaman dan bunganya (fee). Jenis pemeringkat, ditinjau dari jangkauan penilaian yang dilakukan dapat dibagi atas dua jenis:

*Pertama, Corporate Rating*, yaitu pemeringkat yang dilakukan untuk menilai suatu perusahaan secara menyeluruh.

*Kedua, Product Rating* yaitu pemeringkat yang dilakukan terhadap suatu produk efek yang akan dikeluarkan oleh suatu perusahaan (*issuer*) yang pada umumnya berbentuk efek hutang. Bapepam hingga saat ini telah memberikan 3 (tiga) izin usaha perusahaan Pemeringkat Efek yaitu kepada: PT Pefindo, PT. Fitch Ratings Indonesia, dan ICRA Indonesia<sup>196</sup>. yg telah terdaftar di OJK

## **5. Bapepam atau Otoritas Jasa keuangan (OJK)**

Otoritas Jasa Keuangan (OJK) sebelumnya bernama Bapepam-LK merupakan badan pengawas Pasar Modal, yang mempunyai kewenangan untuk mengatur dan mencabut bagi lembaga isntitusi, perorangan/ dan emiten yang terlibat dalam Pasar Modal jika melanggar peraturan perundangan. Bapepam-LK juga berwenang menerbitkan peraturan dalam

---

<sup>196</sup>Latifah Hanum, Kepala Divisi Penilaian Perusahaan Efek Bersifat Utang Bursa Efek Indonesia, Jakarta, Minggu, 1 Desember 2013

,rangka penegakan hukum atas setiap pelanggaran terhadap peraturan dan perundangan oleh pihak yang berkaitan dengan pasar modal.

Berdasarkan Keputusan Menteri Keuangan RI Nomor KMK 606/KMK.01./2005 tanggal 30 Desember 2005 tentang Organisasi dan Tata Kerja Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, organisasi unit eselon I Badan Pengawas Pasar Modal (Baepam) dan unit eselon I Direktorat Jenderal Lembaga Keuangan (DJLK) digabungkan menjadi satu organisasi unit eselon I, yaitu menjadi Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Baepam dan Lembaga Keuangan).

Otoritas Jasa Keuangan (OJK) mempunyai tugas membina, mengatur, dan mengawasi sehari-hari kegiatan pasar modal serta merumuskan dan melaksanakan kebijakan dan standardisasi teknis di bidang lembaga keuangan, sesuai dengan kebijakan yang ditetapkan oleh Menteri Keuangan, dan berdasarkan peraturan perundang-undangan yang berlaku. Dalam melaksanakan tugas OJK menyelenggarakan fungsi sebagai berikut :

- 1) Penyusunan peraturan di bidang pasar modal;
- 2) Penegakan peraturan di bidang pasar modal;
- 3) Pembinaan dan pengawasan terhadap pihak yang memperoleh izin usaha, persetujuan, pendaftaran dari Badan dan pihak lain yang bergerak di pasar modal;

- 4) Penetapan prinsip-prinsip keterbukaan perusahaan bagi Emiten dan Perusahaan Publik;
- 5) Penyelesaian keberatan yang diajukan oleh pihak yang dikenakan sanksi oleh Bursa Efek, Kliring dan Penjaminan, dan Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian;
- 6) Penetapan ketentuan akuntansi di bidang pasar modal;
- 7) Penyiapan perumusan kebijakan di bidang lembaga keuangan;
- 8) Pelaksanaan kebijakan di bidang lembaga keuangan, sesuai dengan ketentuan perundang-undangan yang berlaku;
- 9) Perumusan standar, norma, pedoman kriteria dan prosedur di bidang lembaga keuangan;
- 10) Pemberian bimbingan teknis dan evaluasi di bidang lembaga keuangan;
- 11) Pelaksanaan tata usaha Badan.

## **6. Wali Amanat**

Wali Amanat mewakili kepentingan pemegang efek bersifat utang atau sukuk baik di dalam maupun di luar pengadilan. Dalam hal ini Wali Amanat diberi kuasa berdasarkan Undang-Undang ini untuk mewakili pemegang efek bersifat utang atau sukuk dalam melakukan tindakan hukum yang berkaitan dengan kepentingan pemegang efek bersifat utang atau sukuk tersebut, termasuk melakukan penuntutan hak-hak pemegang efek bersifat utang atau sukuk baik di dalam maupun di luar pengadilan tanpa memerlukan

surat kuasa khusus dari pemegang efek bersifat utang atau sukuk dimaksud. Kegiatan Perwaliamanatan dilakukan oleh bank umum dan pihak lain yang ditetapkan dengan peraturan pemerintah untuk dapat menyelenggarakan kegiatan usaha sebagai Wali Amanat. Bank umum atau pihak lain wajib terlebih dahulu terdaftar di Bapepam-LK. Adapun persyaratan dan tata cara pendaftaran Wali Amanat diatur lebih lanjut dengan Peraturan Pemerintah.

Pengguna jasa Wali Amanat ditentukan dalam peraturan yang dimaksud dengan "penggunaan jasa Wali Amanat" adalah penggunaan jasa Wali Amanat oleh emiten dalam penerbitan efek yang bersifat utang jangka panjang atau sukuk seperti obligasi. Wali Amanat dilarang mempunyai hubungan afiliasi dengan emiten kecuali hubungan afiliasi tersebut terjadi karena kepemilikan atau penyertaan modal pemerintah, hal ini dimaksudkan untuk menghindari terjadinya benturan kepentingan antara Wali Amanat selaku wakil pemegang efek bersifat utang atau sukuk dan kepentingan emiten di mana Wali Amanat mempunyai hubungan afiliasi.

Wali Amanat juga dilarang mempunyai hubungan kredit dengan emiten kecuali dalam jumlah sesuai dengan ketentuan Bapepam-LK. Hal ini dimaksudkan untuk menghindari terjadinya benturan kepentingan antara Wali Amanat selaku wakil pemegang efek bersifat utang atau sukuk dan kepentingan Wali Amanat sebagai kreditur atau debitur dari Emiten. Ketentuan ini bertujuan agar Wali Amanat dapat



melaksanakan fungsinya secara independen sehingga dapat melindungi kepentingan pemegang efek bersifat utang atau sukuk secara maksimal. Wali Amanat dilarang merangkap sebagai penanggung dalam emisi efek bersifat utang atau sukuk yang sama. Larangan ini dimaksudkan untuk menghindari terjadinya benturan kepentingan Wali Amanat selaku wakil pemegang efek bersifat utang atau sukuk dengan kepentingan Wali Amanat selaku penanggung yang justru wajib memenuhi kewajiban emiten terhadap pemegang efek bersifat utang sukuk dalam hal terjadi wanprestasi oleh emiten.

Wali Amanat berkewajiban: *Pertama*, Wali Amanat wajib membuat kontrak perwaliamanatan dengan emiten sesuai dengan ketentuan yang ditetapkan oleh Bapepam-LK. *Kedua*, Wali Amanat wajib memberikan ganti rugi kepada pemegang efek bersifat utang atau sukuk atas kerugian karena kelalaiannya dalam pelaksanaan tugasnya sebagaimana diatur dalam undang-undang dan atau peraturan pelaksanaannya serta kontrak perwaliamanatan. *Ketiga*, Setelah terdaftar di Bapepam-LK Wali Amanat wajib memenuhi kewajiban-kewajiban sebagai mana diatur dalam Peraturan Ketua Bapepam-LK mengenai Laporan Wali Amanat dan kewajiban penyimpanan dokumen oleh Wali Amanat

## **7. Bursa Efek Indonesia**

Bursa efek adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana mempertemukan

penawaran jual dan beli efek dan pihak-pihak lain dengan tujuan untuk memperdagangkan efek di antara mereka. Sebagaimana Undang-undang Bapepam No. 8/1995 tentang Pasar Modal, bursa efek berfungsi sebagai: *Pertama*, Menyelenggarakan perdagangan efek yang teratur, wajar, dan efisien. *Kedua*, .Memberi fasilitas baik fisik maupun mekinisme terjadinya transaksi jual dan beli oleh investor sekuritas pasar modal dengan perantara Wakil Perantara Perdagangan Efek (WPPE).

Berkaitan dengan tujuan keberadaan pasar modal tersebut, maka bursa efek dalam menjalankan fungsinya melaksanakan beberapa kegiatan sebagai berikut: *Pertama*, menyediakan sarana pendukung, serta mengawasi kegiatan anggota bursa efek. *Kedua*, menyusun rancangan anggaran tahunan dan penggunaan laba bursa efek, dan melaporkannya kepada Otoritas Jasa Keuangan (OJK). *Ketiga*, menetapkan peraturan.mengenai keanggotaan, pencatatan, perdagangan, kesepadanan efek, kliring dan penyelesaian transaksi bursa, dan hal-hal lain yang berkaitan dengan dengan kegiatan bursa efek.

## **8. Lembaga Kliring dan Penjaminan (KPEI)**

Pihak yang menyelenggarakan jasa kliring dan penjaminan transaksi bursa atau disebut PT. Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) didirikan berdasarkan Undang - Undang Pasar Modal Indonesia tahun 1995 untuk menyediakan jasa kliring dan penjaminan penyelesaian transaksi bursa yang teratur, wajar dan efisien. KPEI didirikan

sebagai perseroan terbatas berdasarkan akte pendirian No. 8 tanggal 5 Agustus 1996 di Jakarta oleh PT Bursa Efek Indonesia dengan kepemilikan 100% dari total saham pendiri senilai Rp 15 miliar.

PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) merupakan *Self Regulatory Organization* (SRO) yang turut berperan menentukan arah perkembangan pasar modal Indonesia. Sebagai *Central Counterparty* (CCP), KPEI menyediakan layanan jasa kliring dan penjaminan penyelesaian transaksi bursa. Proses kliring yang dilakukan KPEI dimaksudkan agar setiap Anggota Kliring (AK) mengetahui hak dan kewajiban baik berupa efek maupun dana yang harus diselesaikan pada tanggal penyelesaian. Sebagai CCP, KPEI menjadi satu-satunya penjual untuk setiap pembeli dan satu-satunya pembeli untuk setiap penjual dalam setiap penyelesaian transaksi atas instrumen investasi yang diperdagangkan di bursa. Dalam menjalankan fungsinya sebagai lembaga Kliring & Penjaminan, KPEI akan melakukan tindakan pengendalian risiko terhadap setiap risiko yang mungkin timbul dalam penyelesaian transaksi bursa.

## **9. Penjamin Emisi**

Penjamin emisi (*underwriter*) adalah bank investasi, bank komersial, atau perusahaan pialang yang bekerja dengan emiten untuk menjual emisi baru. Emiten dapat memilih penjamin emisi dengan pelelangan atau penetapan atas dasar negosiasi. Penjamin emisi potensial dapat

membentuk kelompok yang disebut sindikat penjamin emisi untuk menawar secara kolektif.

Penjamin emisi (*Underwriter*) berfungsi sebagai penjamin dalam penjualan efek yang diterbitkan oleh perusahaan *go public*. Jaminan yang dikeluarkan oleh penjamin emisi mengandung risiko jika efek yang dijual tidak laku dan sebaliknya akan memperoleh imbalan jika laku. Besarnya imbalan sesuai dengan yang telah disepakati sebelumnya. Karena terdapat risiko yang mungkin diderita penjamin emisi, maka biasanya penjamin emisi tidak mutlak menjamin penjualan efek secara keseluruhan.

*Underwriter* membantu emiten untuk melakukan penawaran umum termasuk *duediligence* yang diperlukan, membantu emiten menyiapkan pernyataan pendaftaran dan menyampaikannya kepada Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam). Setelah Bapepam menyatakan efektif pernyataan pendaftaran, *Underwriter* kemudian melakukan persiapan pemasaran efek dengan mengundang perusahaan-perusahaan efek lain untuk bergabung dalam sindikasi pemasaran dan penjualan efek tersebut. *Underwriter* juga akan memasang iklan prospectus yang dibutuhkan, mencetak *prospectus* dan menyebarkan *prospectus* tersebut dalam rangka pemasaran efek kepada investor. Tugas pokok *underwriter* adalah menjualkan efek yang diterbitkan perusahaan kepada masyarakat umum.

Tugas penjamin efek antara lain antara lain,

memberikan nasihat mengenai jenis efek yang sebaiknya dikeluarkan, harga yang wajar dan jangka waktu efek (obligasi dan sekuritas kredit). Dalam mengajukan pernyataan pendaftaran emisi efek, membantu menyelesaikan tugas administrasi yang berhubungan dengan pengisian dokumen pernyataan pendaftaran emisi efek, penyusunan prospektus, merancang spesimen efek, dan mendampingi emitens selama proses evaluasi. Mengatur penyelenggaraan emisi (pendistribusian efek dan menyiapkan sarana-sarana penunjang)

#### **10. Perantara Pedagang Efek**

Perantara Pedagang Efek, seringkali disebut juga pialang saham atau *broker dealer*, adalah Pihak yang melakukan kegiatan usaha jual beli Efek untuk kepentingan sendiri atau pihak lain. Efek yang diperjualbelikan dapat berupa saham, obligasi/sukuk, reksadana atau produk derivatif lainnya. Untuk dapat melakukan perdagangan pada suatu bursa efek, perantara pedagang efek tersebut umumnya harus terdaftar sebagai anggota pada bursa efek yang bersangkutan. Ketentuan keanggotaan suatu bursa efek biasanya ditetapkan oleh Otoritas bersama (*Self Regulatory Organization*) dimana bursa efek berada. Di Indonesia SRO bursa efek adalah Bapepam-LK dan Bursa Efek Indonesia serta ditunjang oleh KPEI dan KSEI. Sebagai Contoh : ABC ltd adalah korporasi perusahaan yang sebagian dari aktivitasnya adalah sebagai perantara pedagang efek yang berkantor pusat di Amerika Serikat. Untuk dapat melakukan

aktivitas perantara pedagang efek di Indonesia, ABC Ltd mendirikan PT ABC Securities Indonesia, yang merupakan anak perusahaan dari ABC Ltd. dan mendaftarkan PT ABC Securities Indonesia tersebut sebagai anggota Bursa Efek Indonesia agar dapat melakukan transaksi pada Bursa Efek Indonesia.

Mekanisme perdagangan (trading) efek di Bursa Efek tidak dapat langsung terjadi antara investor beli dengan investor jual. Proses trading bursa efek harus lewat perantara yang disebut dengan Wakil Perantara Perdagangan Efek (WPPE). Mereka adalah pihak yang melakukan kegiatan usaha jual-beli efek untuk kepentingan sendiri atau pihak lain, melaksanakan semua order baik beli maupun jual dari nasabahnya dengan mendapatkan biayajasa perantaraan efek (*brokerage fee*). Adapun tugas dan tanggungjawab Perantara Perdagangan Efek, antara lain:

- 1). Melaksanakan amanat jual-beli dari nasabah
- 2). Menyelenggarakan administrasi transaksi efek
- 3). Menyediakan data dan informasi bagi kepentingan nasabah
- 4). Memberikan rekomendasi kepada nasabah untuk membeli atau menjual efek berdasarkan keadaan keuangan dan maksud tujuan investasi dari nasabah
- 5). Mengenal nasabah
- 6). Menyampaikan laporan yang dipersyaratkan kepada Bapepam-LK.

Wakil perusahaan efek, yang mewakili kepentingan nasabah dan praktik di Pasar Modal Indonesia, meliputi: Wakil Perantara Perdagangan Efek (WPPE), Wakil Manajer Investasi (WMI), Wakil Penjamian Emisi Efek (WPEE), Wakil Agen Penjualan Efek Reksadana (WAPERD).

### **11. Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (KSEI)**

Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) merupakan Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP) di pasar modal Indonesia, sebagai salah satu organisator regulator mandiri atau Self Regulatory Organization (SRO), bersama dengan Bursa Efek dan Lembaga Kliring dan Penjaminan yang menjalankan fungsinya sebagai LPP di pasar modal Indonesia dengan menyediakan jasa kustodian sentral dan penyelesaian transaksi Efek .

KSEI mulai menjalankan kegiatan operasional pada tanggal 9 Januari 1998, yaitu kegiatan penyelesaian transaksi Efek dengan warkat dengan mengambil alih fungsi sejenis dari PT Kliring Deposit Efek Indonesia (KDEI) yang sebelumnya merupakan Lembaga Kliring Penyimpanan dan Penyelesaian (LKPP). Selanjutnya sejak 17 Juli 2000, KSEI bersama BEI (sebelumnya Bursa Efek Jakarta) dan KPEI mengimplementasikan perdagangan dan penyelesaian saham tanpa warkat (scripless trading) di pasar modal Indonesia. Saham KSEI dimiliki oleh para pemakai jasanya, yaitu: SRO (BEI dan KPEI), Bank Kustodian, Perusahaan Efek, dan Biro

## Administrasi Efek (BAE).

Sesuai fungsinya, KSEI memberikan layanan jasa penyimpanan dan penyelesaian transaksi efek, meliputi: penyimpanan efek dalam bentuk elektronik, penyelesaian transaksi efek, administrasi rekening efek, distribusi hasil corporate action, dan jasa-jasa terkait lainnya. Berbagai jenis Efek, seperti: saham, waran, ETF, Unit Penyertaan RDPT, obligasi korporasi, obligasi pemerintah, sukuk, SBI, Surat Berharga Syariah Negara, Medium Term Notes, Promissory Notes dan Efek Berhaga Aset (EBA).

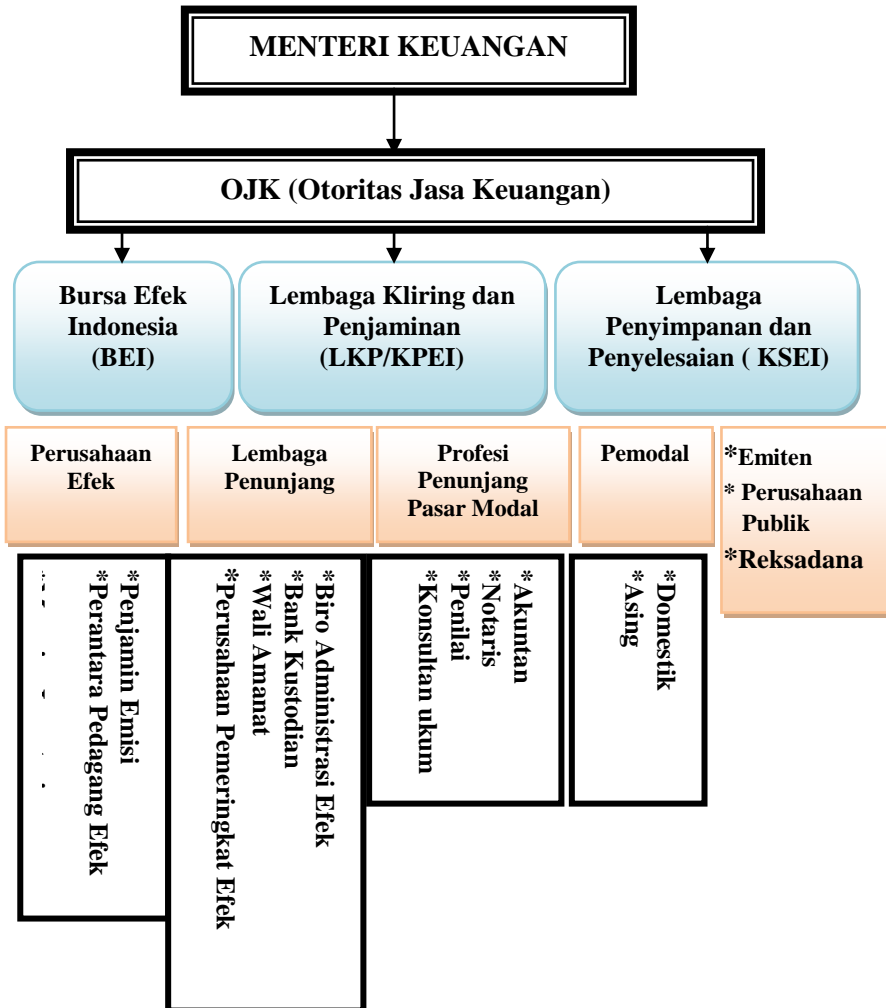
Pengguna jasa KSEI adalah pemegang rekening KSEI terdiri dari perusahaan efek dan bank Kustodian. Pemegang rekening menggunakan jasa KSEI, salah satunya untuk mengadministrasikan portofolio investor yang menjadi nasabah mereka dengan membuka sub rekening efek di KSEI. Dengan dibukanya sub rekening efek, nasabah pemegang rekening dapat melihat langsung portofolio mereka yang tersimpan di KSEI.

Emiten yang efeknya terdaftar di KSEI menggunakan jasa KSEI untuk mengadministrasikan efek yang telah mereka keluarkan, antara lain untuk memperoleh data pihak-pihak yang menjadi pemegang efeknya dan sebagai bagian dari proses distribusi aksi korporasi. Biro Administrasi Efek (BAE) sebagai pihak yang mengelola efek emiten menggunakan jasa KSEI dalam membantu mereka mengelola Efek Emiten yang tersimpan di KSEI. Jasa KSEI yang



digunakan oleh BAE salah satunya adalah penyediaan informasi mengenai data kepemilikan Efek Emiten yang dikelolanya. Dalam memberikan layanan jasa penyelesaian transaksi efek secara pemindahbukuan, KSEI menunjuk 5 (lima) bank pembayaran untuk periode tahun 2011-2015, yaitu: PT Bank Central Asia Tbk, PT Bank Mandiri (Persero) Tbk, PT Bank CIMB Niaga Tbk, PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk, dan PT Bank Permata Tbk. Jalinan kerja sama antara KSEI dan Bank Pembayaran dilakukan mengingat KSEI sebagai lembaga non perbankan tidak dapat menjalankan fungsi pemindahbukuan dana, terutama untuk transaksi yang terkait dengan penerimaan dan pembayaran dana kepada pemakai jasa. Hal ini terkait juga dengan persyaratan penempatan posisi dana pada rekening khusus di bank yang tercantum dalam Peraturan Bapepam-LK No. III.C.6 tentang Prosedur Operasi dan Pengendalian Interen Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian. Seluruh dana yang tercatat dalam rekening efek milik pemegang rekening akan ditempatkan oleh KSEI pada bank pembayaran dalam rekening giro khusus.

**Tabel 5.14**  
**Struktur Kelembagaan Pasar Modal Indonesia**



Dari uraian pembahasan tersebut, dapat ditemukan proporsi sebagai berikut: Bahwa kelembagaan Pasar Modal berkaitan dengan determinan tingkatan nilai, hukum dan peraturan, dan determinan kontraktual dan transaksi. Jika ketiga determinan berfungsi dengan baik, maka investasi bisnis sukuk akan berjalan secara efektif dan efisien.

## **C. Implementasi Sukuk di Bursa Efek Indonesia**

### **1. Tahap Persiapan**

Korporasi yang akan *go public*, perlu melakukan persiapan internal dan penyiapan dokumentasi sesuai dengan persyaratan untuk *go public* atau penawaran umum, serta memenuhi semua persyaratan yang ditetapkan Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Penawaran Umum atau sering pula disebut *go public* adalah kegiatan penawaran saham, obligasi, sukuk atau efek lainnya yang dilakukan oleh Emiten (perusahaan yang akan *go public*) untuk menjual saham atau Efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur oleh UU Pasar Modal dan Peraturan Pelaksanaannya.

Tahapan persiapan merupakan tahapan awal dalam rangka mempersiapkan segala sesuatu yang berkaitan dengan proses Penawaran Umum. Pada tahap yang paling awal perusahaan yang akan menerbitkan saham terlebih dahulu melakukan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) untuk meminta persetujuan para pemegang saham dalam rangka Penawaran Umum saham. Setelah mendapat persetujuan,

selanjutnya emiten melakukan penunjukan Penjamin Emisi serta lembaga dan profesi penunjang Pasar Modal yaitu:

- a). Penjamin Emisi (underwriter). Merupakan pihak yang paling banyak keterlibatannya dalam membantu emiten dalam rangka penerbitan saham. Kegiatan yang dilakukan penjamin emisi antara lain: menyiapkan berbagai dokumen, membantu menyiapkan prospektus, dan memberikan penjaminan atas penerbitan.
- b). Akuntan Publik (Auditor Independen). Bertugas melakukan audit atau pemeriksaan atas laporan keuangan calon emiten.
- c). Pemeringkat Efek atau Penilai untuk melakukan penilaian terhadap aktiva tetap perusahaan dan menentukan nilai wajar dari aktiva tetap tersebut. Pemeringkatan efek wajib dilakukan terhadap perusahaan emiten (penerbit sukuk) oleh perusahaan pemeringkat efek yang telah mendapatkan izin dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK; sebelumnya bernama Bapepam-LK). Saat ini hanya ada tiga perusahaan pemeringkat efek di Indonesia yang telah mendapat izin OJK yaitu: PT PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia), PT. Fitch Ratings Indonesia dan ICRA (Indonesia Credit Rating Agency). Rating adalah suatu penilaian yang terstandarisasi terhadap kemampuan suatu negara atau perusahaan dalam membayar hutang-hutangnya. Kategori rating obligasi dan sukuk yang

diberikan oleh Standard & Poor (S&P) adalah sebagai berikut:

- (1) AAA adalah Efek hutang yang berisiko investasi paling rendah dan berkemampuan paling baik untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan.
- (2) AA adalah Efek hutang yang berisiko investasi sangat rendah dan berkemampuan sangat baik untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan dan tidak mudah dipengaruhi oleh perubahan keadaan yang merugikan.
- (3) A adalah Efek hutang yang berisiko investasi rendah dan berkemampuan baik untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan, dan hanya sedikit dipengaruhi oleh perubahan keadaan yang merugikan.
- (4) BBB adalah Efek hutang yang berisiko investasi cukup rendah dan berkemampuan cukup baik dalam membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan, meskipun kemampuannya tersebut cukup peka terhadap perubahan keadaan yang merugikan.

- (5) BB adalah Efek hutang yang masih berkemampuan untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan, namun berisiko investasi cukup tinggi, dan sangat peka terhadap perubahan keadaan yang merugikan.
- (6) B adalah Efek hutang yang berisiko investasi sangat tinggi dan berkemampuan sangat terbatas untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang dijanjikan.
- (7) CCC adalah Efek hutang yang tidak berkemampuan lagi untuk memenuhi segala kewajiban finansialnya.
- (8) CC merupakan tingkatan spekulatif yang tertinggi, walaupun hutang yang demikian mempunyai karakteristik kualitas dan melindungi, ini lebih dibebani oleh ketidakpastian yang besar atau menonjolkan resiko utama untuk menutup kondisi yang merugikan. Beberapa penerbitan obligasi dan sukuk mungkin mengalami kegagalan.
- (9) C adalah peringkat yang dicadangkan untuk obligasi pendapatan (*income bond*) dimana tidak ada bunga yang dibayar.
- (10) D adalah Efek hutang yang macet atau perusahaan yang sudah berhenti berusaha.  
Peringkat tertinggi adalah AAA, memiliki utang yang kualitasnya terbaik dan tingkat resiko

terendah. Perusahaan Pemeringkat Efek ini berfungsi untuk memberikan informasi kepada investor dan menilai kemampuan perusahaan dalam melakukan kewajiban membayar pokok pinjaman dan bunganya (*fee*). Hanya perusahaan yang berkualitas “*investment grade*” yang dapat menerbitkan sukuk. *Standart Investment grade* berada di level nilai ; ( BBB-,BBB,BBB+),(A-,A,A+), (AA-,AA,AA+) dan (AAA-,AAA,AAA+). Sedangkan yang termasuk “*non investment grade*” adalah di level nilai : D, C, CC, CCC, B, BB-,BB,BB+

- d). Konsultan Hukum untuk memberikan pendapat dari segi hukum (*legal opinion*).
- e). Notaris untuk membuat akta-akta perubahan Anggaran Dasar, akta perjanjian-perjanjian dalam rangka penawaran umum dan juga notulen-notulen rapat. Notaris merupakan pihak yang membuat akta-akta perubahan Anggaran Dasar, akta perjanjian-perjanjian dalam rangka Penawaran Umum dan juga notulen-notulen rapat.
- f). Biro Administrasi Efek, bertugas untuk mengadministrasikan pemesanan saham dan mengadministrasikan kepemilikan saham.
- g). Wali Amanat. Sebagai pihak yang mewakili kepentingan investor Wali Amanat Sukuk mempunyai

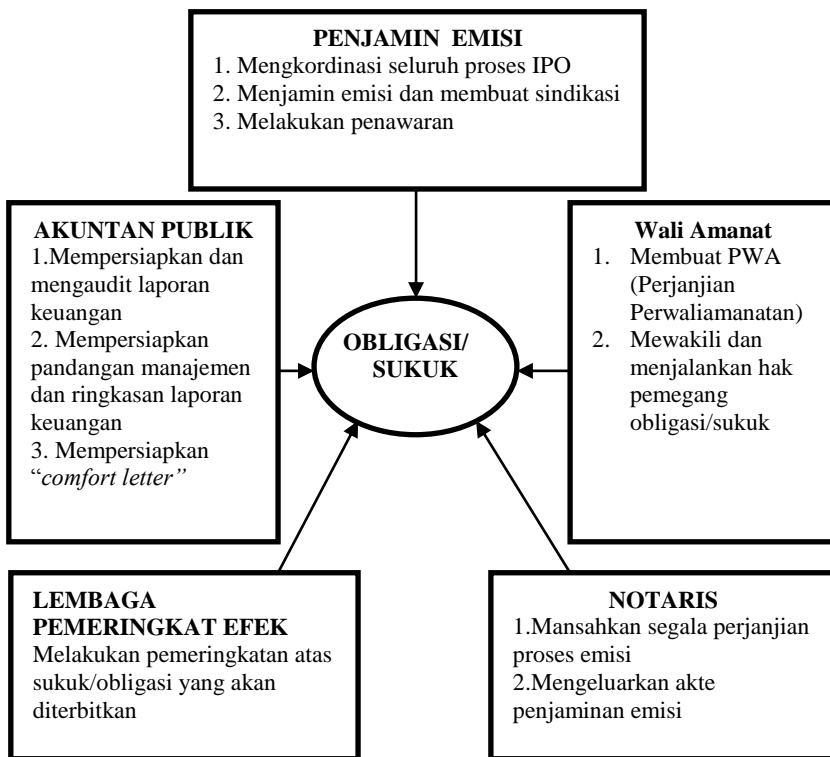
penanggungjawab atas pelaksanaan kegiatan perwaliamanatan yang mengerti kegiatan-kegiatan yang bertentangan dengan prinsip-prinsip shari'ah di Pasar Modal; dan mengungkapkan informasi dalam Prospektus yang sekurang-kurangnya meliputi: a) kegiatan usaha yang mendasari penerbitan Sukuk tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip shari'ah di pasar modal dan Emiten menjamin bahwa selama periode Sukuk kegiatan usaha yang mendasari penerbitan Sukuk tidak akan bertentangan dengan prinsip shari'ah. b) Wali Amanat Sukuk mempunyai penanggungjawab atas pelaksanaan kegiatan perwaliamanatan yang mengerti kegiatan-kegiatan yang bertentangan dengan prinsip-prinsip shari'ah di Pasar Modal; c) Jenis akad shari'ah dan skema transaksi shari'ah yang digunakan dalam penerbitan Sukuk; d) ringkasan akad shari'ah atau perjanjian berdasarkan shari'ah 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; dan h) kesanggupan Emiten untuk mengungkapkan kepada masyarakat hasil pemerinkatan Sukuk setiap tahun sampai dengan berakhirnya Sukuk. Perjanjian perwaliamanatan penerbitan Sukuk wajib sekurang-kurangnya memuat:



- 1) Uraian tentang akad *shari'ah* yang mendasari diterbitkannya Sukuk;
- 2) Penggunaan dana hasil penerbitan Sukuk sesuai dengan karakteristik akad *shari'ah* ;
- 3) Sumber dana yang digunakan untuk melakukan pembayaran imbal hasil sesuai dengan karakteristik akad Syariah;
- 4) Besaran nisbah pembayaran bagi hasil, margin, atau *fee*;
- 5) Rencana jadwal dan tata cara pembagian dan atau pembayaran bagi hasil, margin, atau *fee*;
- 6) Kewajiban Wali Amanat untuk mengambil segala tindakan yang diperlukan dalam rangka memastikan kepatuhan Emiten terhadap Prinsip-prinsip *shari'ah* di Pasar Modal;
- 7) Tindakan yang harus dilakukan dalam hal Emiten akan mengubah jenis akad *shari'ah* , isi akad *shari'ah* , kegiatan usaha dan atau aset tertentu yang mendasari penerbitan Sukuk;
- 8) Perubahan jenis akad *shari'ah*, isi akad *shari'ah* , kegiatan usaha dan atau aset tertentu yang mendasari penerbitan Sukuk wajib terlebih dahulu disetujui oleh Rapat Umum Pemegang Sukuk (RUPSukuk);
- 9) Mekanisme pemenuhan hak pemegang Sukuk yang tidak setuju terhadap perubahan dimaksud;
- 10) 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;
- 11) mekanisme penanganan dalam hal terjadi gagal memenuhi kewajiban.

Gambar 5.15  
Lembaga Pasar Modal Dalam Tahap Persiapan Sukuk



Pada tahap ini proses akad pada sukuk direalisasikan antara emiten (penerbit sukuk) dengan Wali Amanat sebagai pihak yang mewakili investor. Bentuk akad antara emiten dengan Wali Amanat menentukan bentuk sukuk yang akan diterbitkan. Jika akad yang direalisasikan akad ijarah, maka bentuk sukuknya adalah sukuk ijarah dan jika akad yang direalisasikan akad mudharabah, maka bentuk sukuknya adalah sukuk mudharabah.

Perikatan antara emiten dengan Wali Amanat sebagai wakil dari pemegang sukuk berlaku sampai sebelum dilunasinya pokok sukuk dan fee/bagi hasil sukuk. Perikatan tersebut meliputi perikatan terkait batasan-batasan keuangan dan batasan-batasan non-keuangan. Setiap pelanggaran terkait dengan perikatan akan berdampak terhadap default atau terselenggaranya RUPS atau keharusan pelunasan obligasi lebih awal. Perikatan non keuangan Emiten dilarang menjaminkan atau menggadaikan sebagian atau seluruh asetnya tanpa persetujuan wali amanat. Emiten dilarang memberikan jaminan perusahaan (corporate guarantee) atau mengizinkan anak perusahaan untuk memberikan jaminan perusahaan kepada pihak lain. Emiten dilarang melakukan penggabungan usaha (merger), peleburan (konsolidasi), pengambil-alihan (akuisisi) dengan perusahaan lain yang menyebabkan bubarnya emiten atau berdampak negatif terhadap kelangsungan usaha emiten. Emiten dilarang melakukan perubahan bidang usaha.

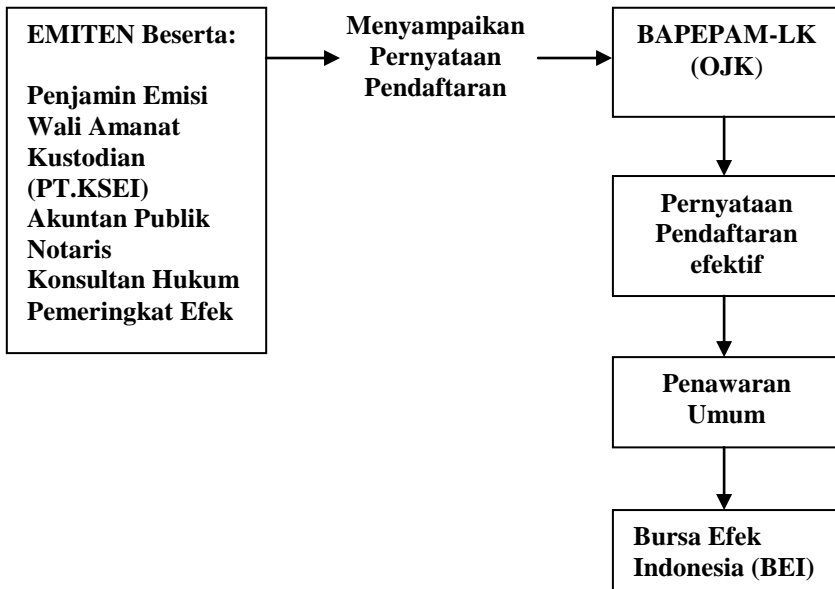
## 2. Tahap Penerbitan Sukuk

Tahap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia memiliki perbedaan skema dengan penerbitan sukuk di berbagai negara. Perbedaan tersebut terletak pada kebutuhan atas suatu entitas lain yang menerbitkan sukuk dan bersifat *bankruptcy remote* (tidak dapat dipailitkan). Penerbitan sukuk di negara lain tidak dilakukan oleh perusahaan penerbit sebagai originator namun dilakukan oleh perusahaan khusus yang merupakan SPV. Sedangkan penerbitan sukuk korporasi di Indonesia langsung diterbitkan oleh perusahaan penerbit karena belum ada regulasi yang memungkinkan penerbitan sukuk korporasi melalui SPV. Penerbitan sukuk yang telah menggunakan SPV di Indonesia baru dilakukan dalam penerbitan sukuk negara (sukuk global). Implikasi tidak digunakannya SPV dalam penerbitan sukuk korporasi di Indonesia, dari sudut pandang bisnis yaitu akan berdampak semakin berkurangnya *fee* yang harus dikeluarkan emiten apabila menerbitkan sukuk korporasi. Oleh karena dalam penerbitan sukuk korporasi di Indonesia tidak melibatkan SPV, maka tidak ada komponen biaya SPV dalam perhitungan harga pasar wajar. Terdapat dua peraturan Bapepam-LK yang khusus terkait dengan penerbitan sukuk. Pertama adalah Peraturan Nomor IX.A.13 yang mengatur mengenai penerbitan sukuk. Hal-hal yang diatur dalam peraturan ini meliputi: penawaran umum, kewajiban penyampaian dokumen kepada Bapepam-LK, penyampaian pernyataan dari Wali Amanat, pengungkapan informasi dalam prospektus, perjanjian perwaliamanatan, perubahan

jenis/akad/kegiatan/aset yang mendasari penerbitan sukuk, kewajiban Emiten dalam penggunaan dana hasil penawaran umum, dan syarat-syarat perdagangan sukuk di pasar sekunder.

Secara umum, dalam pembentukan sukuk, sekurang-kurangnya terdapat tiga pihak yang terlibat, yaitu emiten sebagai pemilik sah atas aset yang bertindak mengeluarkan sertifikat sukuk, Wali Amanat (WA) mewakili kepentingan pemegang efek bersifat utang atau sukuk, sebuah badan yang terpercaya untuk menjalankan usaha mewakili investor atau pemegang sukuk, dan sukuk *holders* atau investor yang ikut menanamkan modal dalam produk sukuk. Mekanisme penerbitan sukuk pada umumnya sama dengan proses penerbitan *bonds*, berikut gambaran tahap penerbitan sukuk:

Gambar 5.16  
Tahap Penerbitan Sukuk<sup>197</sup>



Skema tersebut di atas merujuk pada Peraturan BAPEPAM-LK nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah, yaitu:

- a. Emiten menyampaikan pendaftaran kepada Bapepam dan LK, dengan menyertakan antara lain:
  - 1) Hasil pemeringkatan dan kontrak perwaliamanatan Sukuk serta Akad Syariah yang terkait dengan penerbitan Sukuk dimaksud.
  - 2) Surat pernyataan yang menyatakan bahwa:(1) kegiatan usaha yang mendasari penerbitan Sukuk tidak

<sup>197</sup>Sumber: BAPEPAM-LK,data diolah

bertentangan dengan prinsip-prinsip *shari'ah* sebagaimana dimaksud dalam angka 1 huruf b; dan(2) selama periode Sukuk kegiatan usaha yang mendasari penerbitan Sukuk tidak akan bertentangan dengan prinsip-prinsip *shari'ah* sebagaimana dimaksud dalam angka 1 huruf b.

- 3) Surat pernyataan dari Wali Amanat Sukuk yang menyatakan bahwa Wali Amanat Sukuk mempunyai pejabat penanggung jawab dan/atau tenaga ahli di bidang perwaliamanatan dalam penerbitan Sukuk yang mengerti kegiatan-kegiatan yang bertentangan dengan prinsip-prinsip *shari'ah* di Pasar Modal;
- 4) Surat pernyataan yang menyatakan kesanggupan Emiten untuk menyampaikan hasil pemeringkatan tahunan terbaru kepada Bapepam dan LK, Wali Amanat Sukuk dan Bursa Efek tempat Sukuk dicatatkan serta mengumumkan hasil pemeringkatan dimaksud paling kurang dalam satu surat kabar harian berbahasa Indonesia yang berperedaran nasional selambat-lambatnya 14 (empat belas) hari setelah berakhirnya masa berlaku hasil pemeringkatan tahunan terakhir;
- 5) Surat pernyataan yang menyatakan kesanggupan Emiten untuk menyampaikan hasil pemeringkatan terbaru, pernyataan atau pendapat dari perusahaan pemeringkat efek (termasuk pencabutan/pembatalan peringkat) akibat terdapatnya fakta material atau kejadian penting yang dapat mempengaruhi kemampuan Emiten untuk memenuhi kewajibannya dan mempengaruhi risiko yang

dihadapi pemegang Sukuk, kepada Bapepam dan LK, Wali Amanat Sukuk dan Bursa Efek dimana sukuk tersebut dicatatkan, paling kurang dalam satu surat kabar harian berbahasa Indonesia yang berperedaran nasional, paling lambat akhir hari kerja ke-2 (kedua) setelah diterimanya hasil pemeringkatan baru, pernyataan, atau pendapat dimaksud; dan mengungkapkan informasi dalam Prospektus paling kurang meliputi:

- a) Kegiatan usaha yang mendasari penerbitan Sukuk tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah sebagaimana dimaksud dalam angka 1 huruf b, dan Emiten menjamin bahwa selama periode Sukuk kegiatan usaha yang mendasari penerbitan Sukuk tidak akan bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah sebagaimana dimaksud dalam angka 1 huruf b;
- b) Wali Amanat Sukuk mempunyai pejabat penanggungjawab dan/atau tenaga ahli di bidang perwaliamanatan dalam penerbitan Sukuk yang mengerti kegiatan-kegiatan yang bertentangan dengan prinsip-prinsip shari'ah di Pasar Modal;
- c) Jenis Akad Syariah dan skema transaksi shari'ah yang digunakan dalam penerbitan Sukuk, yang disertai dengan penjelasan tentang skema transaksi shari'ah;
- d) Ringkasan akad shari'ah atau perjanjian berdasarkan shari'ah yang dilakukan oleh para Pihak;



- e) Sumber pendapatan yang menjadi dasar penghitungan pembayaran bagi hasil, marjin, atau imbal jasa (fee);
- f) Besaran nisbah pembayaran bagi hasil, marjin, atau imbal jasa (fee);
- g) Rencana jadwal dan tata cara pembagian dan/atau pembayaran bagi hasil, marjin, atau imbal jasa (fee); dan h) Hasil pemeringkatan Sukuk.

Setelah BAPEPAM-LK (OJK) menyatakan pendaftaran efektif, *underwriter* selanjutnya melakukan penawaran umum kepada investor. Bila investor tertarik, maka akan menyerahkan dananya kepada emiten melalui *underwriter* dan emiten akan membayarkan bagi hasil dan pembayaran pokok kepada investor. Sukuk yang telah diterbitkan dapat diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia Jakarta jika telah dicatatkan di BEI. Mekanisme pencatatan sukuk di BEI sama dengan mekanisme pencatatan efek bersifat utang lainnya seperti obligasi konvensional. Emiten yang akan melakukan Pencatatan Efek Bersifat Utang di Bursa wajib memenuhi ketentuan sebagai berikut: 1. Berbentuk Badan Hukum. 2. Telah beroperasi sekurang-kurangnya 3 (tiga) tahun. 3. Ekuitas sekurang-kurangnya Rp 20.000.000.000,- (dua puluh miliar Rupiah). 4. Menghasilkan laba usaha untuk 1 (satu) tahun terakhir. 5. Pernyataan Pendaftaran telah Efektif. 6. Laporan keuangan telah diperiksa Akuntan Publik yang terdaftar di Bapepam untuk periode 3 (tiga) tahun terakhir berturut-turut dengan sekurang-kurangnya memperoleh

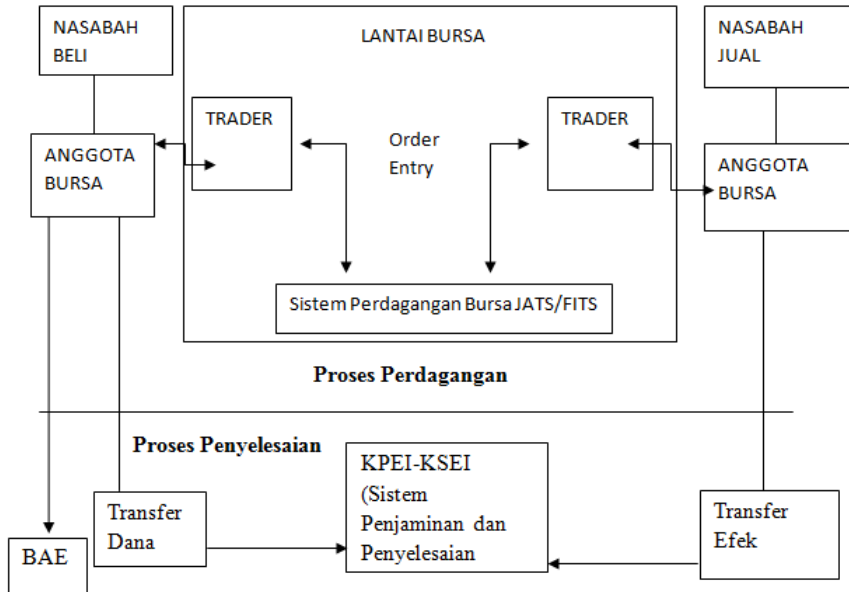
pendapat Wajar Dengan Pengecualian (WDP). 7. Hasil pemeringkatan Efek dari lembaga pemeringkat Efek yang terdaftar di Bapepam sekurang-kurangnya BBB- (*investment grade*).

### **3. Pemasaran Sukuk**

Di Indonesia hanya ada satu penyelenggara kegiatan pemasaran efek, yaitu Bursa Efek Indonesia (BEI). Mekanisme perdagangan efek di bursa efek tidak hanya melibatkan BEI sebagai fasilitator perdagangan, tetapi juga melibatkan perusahaan efek sebagai perantara pedagang efek dan juga PT Kliring dan Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) sebagai lembaga kliring, serta PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI).

Uraian berikut ini adalah proses perdagangan efek di BEI yang difokuskan pada mekanisme dan spesifikasi transaksi sukuk.

Gambar 5.1  
Proses Perdagangan Efek di BEI<sup>198</sup>



Pemasaran yang umum dilakukan di Bursa Efek Indonesia adalah transaksi jual beli (perdagangan) efek. Perdagangan efek di bursa dapat dibagi menjadi beberapa tahap, dimulai dari proses pembukaan rekening efek dan penyampaian order dari nasabah kepada AB, pemrosesan order, pelaksanaan transaksi (*matching*), proses kliring, serta penjaminan dan penyelesaian transaksi. Secara umum tahapan tersebut berlaku untuk semua jenis efek yang diperdagangkan

<sup>198</sup>Sumber: Bursa Efek Indonesia Jakarta, 2013, Data Diolah

di BEI, perbedaannya hanya terletak pada spesifikasi transaksi seperti fraksi harga dan batasan harga yang diperkenankan.<sup>199</sup>

#### **a. Tahap Pembukaan Rekening dan Penyampaian Order**

##### 1) Pembukaan Rekening

Sebelum melakukan jual dan atau beli Efek, calon nasabah harus membuka rekening terlebih dahulu di Perusahaan Efek yang menjadi Anggota Bursa (AB). Nasabah dimaksud dapat merupakan nasabah langsung dari AB ataupun dari Perusahaan Efek Bukan Anggota Bursa (PE non AB) yang menjalin kerjasama dengan PE AB. Pada nasabah langsung, maka kontrak pembukaan rekening sepenuhnya adalah antara calon nasabah dan PE AB. Sementara pada nasabah PE Non AB, kontrak pembukaan rekening adalah antara PE AB, PE Non AB dan Nasabah.

##### 2). Penyampaian Order

Penyampaian order nasabah dapat dilaksanakan melalui 3 (tiga) cara yaitu dilakukan secara manual melalui *Trader* di lantai bursa (*trading floor*), perdagangan jarak jauh melalui kantor PE AB (*remote trading*) atau *input order* langsung oleh nasabah melalui internet (*online trading*). Dari 117 PE AB yang bertransaksi di BEI, saat ini seluruhnya sudah melakukan perdagangan secara *remote trading* dari kantor PE AB ke sistem perdagangan BEI yang dinamakan *Jakarta Automated Trading System-Next Generation* (JATS-NextG).

---

<sup>199</sup>Bapepam-LK, *Kajian Pasar Sekunder Efek Syari'ah di Bursa Efek Indonesia*, (Jakarta: Bapepam-LK, 2010), 6

Khusus untuk perdagangan Efek bersifat utang (sukuk) menggunakan sistem perdagangan *Fixed Income Trading System* (FITS)

#### **b. Tahap Pemrosesan Order**

Order yang telah disampaikan oleh PE AB dalam sistem perdagangan baik secara manual, *remote* maupun *online* akan diproses oleh sistem JATS secara elektronik. Proses order tersebut dibedakan pada masing-masing pasar yang berbeda sesuai dengan pilihan pasar dari nasabah baik pasar regular, tunai maupun pasar negosiasi. Perdagangan Efek sukuk di BEI hanya dilakukan pada pasar regular dengan waktu penyelesaian tiga hari bursa setelah transaksi terjadi (T+3).

#### **c. Tahap Pelaksanaan Transaksi**

Pelaksanaan perdagangan Efek Bersifat Utang (sukuk) di Bursa dilakukan dengan menggunakan fasilitas FITS. Perdagangan Efek di Bursa hanya dapat dilakukan oleh PE AB yang juga menjadi Anggota Kliring (AK) KPEI. PE AB bertanggung jawab terhadap seluruh transaksi yang dilakukan di Bursa baik untuk kepentingan sendiri maupun untuk kepentingan nasabah.

#### **d. Tahap Kliring, Penjaminan dan Penyelesaian Transaksi**

Kliring (*clearing*) merupakan suatu istilah dalam dunia perbankan dan keuangan menunjukkan suatu aktivitas yang

berjalan sejak saat terjadinya kesepakatan suatu transaksi sampai selesainya pelaksanaan kesepakatan tersebut. Kliring dan Penjaminan Efek di Indonesia dilaksanakan oleh PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) Sedangkan kegiatan penyelesaian transaksi dilaksanakan oleh PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) selaku Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian

Mekanisme perdagangan sukuk di Bursa Efek Indonesia sama dengan mekanisme perdagangan obligasi karena Sukuk termasuk efek bersifat utang. Perdagangan Obligasi dan Sukuk melalui Bursa dilakukan dengan menggunakan sistem *Fixed Income Trading System* (FITS). Transaksi tersebut hanya dapat dilakukan antar Anggota Bursa melalui FITS *Firm Manager*<sup>200</sup> dan atau FITS *Trader*<sup>201</sup> yang ditunjuk oleh Anggota Bursa<sup>202</sup> yang bersangkutan dan dilaksanakan melalui FITS.

Pengguna sistem FITS adalah Perusahaan Efek yang sudah menjadi Anggota Bursa (AB), juga menjadi Anggota Kliring KPEI. Dalam kegiatan transaksi melalui FITS Anggota Bursa (AB) bertanggungjawab terhadap seluruh

---

<sup>200</sup> *FITS Firm Manager* adalah FITS *Trader* yang ditunjuk oleh Anggota Bursa untuk mengawasi para trader dalam melakukan perdagangan Efek Bersifat Utang melalui FITS

<sup>201</sup> FITS *Trader* adalah pegawai Anggota Bursa yang telah memperoleh Surat Persetujuan Pendaftaran FITS *Trader* (SPP-FITS *Trader*) untuk menggunakan FITS dalam rangka memperdagangkan Efek Bersifat Utang melalui Bursa.

<sup>202</sup> Anggota Bursa adalah Perusahaan Efek yang telah memperoleh persetujuan keanggotaan Bursa untuk melakukan perdagangan Efek di Bursa.

transaksi baik untuk kepentingan nasabah maupun kepentingan sendiri. Sistem FITS menggunakan metode *remote access* dari masing-masing kantor Anggota Bursa (AB) , sehingga AB tersebut dapat memberikan pelayanan order (jual ataupun beli) kepada para nasabahnya secara efektif dan efisien.

*Fixed Income Trading System* (FITS) adalah sarana perdagangan obligasi dan sukuk yang disediakan oleh Bursa Efek Indonesia. Obligasi dan Sukuk yang dapat ditransaksikan melalui sistem FITS ini adalah Obligasi dan Sukuk yang dicatatkan di Bursa Efek Indonesia.

Mekanisme perdagangan Obligasi dan Sukuk melalui sistem FITS merupakan transaksi yang terintegrasi antara sistem perdagangan, kliring dan penyelesaian. Kegiatan perdagangan Obligasi dan Sukuk melalui sistem FITS ini didukung oleh peraturan perdagangan yang dibuat oleh BEI dengan persetujuan Bapepam&LK (OJK), salah satu yang diatur adalah satuan perdagangan (*lot size*), dimana satuan perdagangan (*lot size*) adalah 1 Lot sama dengan nilai lima juta rupiah (1 Lot = 5 Juta) hal ini didasarkan dalam rangka pemerataan investor agar investor individu dapat memiliki obligasi ataupun sukuk yang diterbitkan baik oleh Perusahaan Swasta Nasional maupun oleh Negara.

Harga yang digunakan dalam perdagangan Efek Bersifat Utang tidak memperhitungkan bunga akrual, tetapi bunga akrual tersebut akan diperhitungkan dalam

penyelesaian transaksi Efek Bersifat Utang. Menurut Peraturan Bursa Efek nomor II.F yang dimaksud Bunga Akrual (*Accrued Interest*) adalah bunga Efek Bersifat Utang yang terakumulasi antara 1 (satu) hari setelah pembayaran bunga terakhir sampai dengan tanggal penyelesaian transaksi Efek Bersifat Utang, yang merupakan perkalian antara tingkat bunga dan banyaknya hari antara 1 (satu) hari setelah pembayaran bunga terakhir sampai dengan tanggal penyelesaian transaksi Efek Bersifat Utang, dibagi dengan jumlah hari dalam 1 (satu) tahun sesuai dengan ketentuan masing-masing prospektus dan atau informasi lain yang ditetapkan dalam perjanjian masing-masing Efek Bersifat Utang.

Batasan rentang tawaran jual maupun tawaran beli yang dimasukkan pada awal jam perdagangan ditetapkan setinggi-tingginya 50 bps (lima puluh *basis point*) di atas atau di bawah dari harga *Weighted Average Price* (WAP).<sup>203</sup> Setelah harga terbentuk, batasan rentang tawaran jual maupun tawaran beli ditetapkan setinggi-tingginya 50 bps (lima puluh basis point) di atas atau di bawah harga terakhir (*last price*) selama Hari Bursa yang bersangkutan. Dalam hal dilakukan perubahan atas rentang tawaran tersebut, maka akan ditetapkan lebih lanjut dalam Surat Edaran Bursa.

---

<sup>203</sup>*Weighted Average Price* (WAP) Konsolidasi adalah harga rata-rata tertimbang Efek Bersifat Utang yang merupakan perhitungan dari total nilai transaksi dibagi dengan total volume transaksi atas Efek Bersifat Utang yang ditransaksikan di Pasar Reguler dan Pasar Negosiasi pada Hari Bursa ditransaksikannya Efek Bersifat Utang tersebut.



Batasan fluktuasi harga harian (*daily fluctuation limit*) ditetapkan setinggi-tingginya 250bps (dua ratus lima puluh *basis points*) di atas atau di bawah harga WAP Konsolidasi pada penutupan Hari Bursa sebelumnya. Dalam hal dilakukan perubahan atas batasan fluktuasi harga harian tersebut, maka akan ditetapkan lebih lanjut dalam Surat Edaran Bursa.

Harga sukuk sama dengan harga obligasi yang dinyatakan dalam persentase (%), yaitu persentase dari nilai nominal. Ada 3 (tiga) kemungkinan harga pasar dari sukuk/obligasi yang ditawarkan, yaitu:

- 1). Par (nilai Pari): Harga Obligasi sama dengan nilai nominal Misal: Obligasi dengan nilai nominal Rp 50 juta dijual pada harga 100%, maka nilai obligasi tersebut adalah  $100\% \times \text{Rp } 50 \text{ juta} = \text{Rp } 50 \text{ juta}$ .
- 2). *At premium* (dengan Premi): Harga Obligasi lebih besar dari nilai nominal Misal: Obligasi dengan nilai nominal Rp. 50 juta dijual dengan harga 102%, maka nilai obligasi adalah  $102\% \times \text{Rp } 50 \text{ juta} = \text{Rp } 51 \text{ juta}$ .
- 3). *At discount* (dengan discount): Harga Obligasi lebih kecil dari nilai nominal Misal: Obligasi dengan nilai nominal Rp 50 juta dijual dengan harga 98%, maka nilai dari obligasi adalah  $98\% \times \text{Rp } 50 \text{ juta} = \text{Rp } 49 \text{ juta}$ .

Jenis-jenis penawaran yang dapat disampaikan oleh Anggota Bursa melalui FITS adalah : a). *Day order* yaitu penawaran yang berlaku sampai dengan berakhirnya jam

perdagangan; b). *Session order* yaitu penawaran yang berlaku sampai dengan berakhirnya sesi Perdagangan; c). *All or None*, yaitu penawaran yang berlaku sesaat, yang terdiri dari : (1) *Fill or Kill* yaitu penawaran yang mensyaratkan penjumpaan yang terjadi (*matching*) harus secara keseluruhan atau tidak sama sekali; (2) *Fill and Kill* yaitu penawaran yang mensyaratkan penjumpaan yang terjadi (*matching*) tidak harus secara keseluruhan (*partial*) dan sisa penawaran yang tidak teralokasi akan dihapus secara otomatis oleh FITS. Segmen Pasar di Bursa Perdagangan melalui sistem FITS terdiri dari dua papan perdagangan yaitu :

- (a) Pasar Reguler *Outright* (PRO); merupakan mekanisme perdagangan secara lelang berkesinambungan secara anonym (*anonymous continuous auction*) dengan metode pembentukan harga yang didasarkan atas prioritas harga dan waktu (*price and time priority*). Prioritas harga (*price priority*), yaitu penawaran beli pada harga yang lebih tinggi, memiliki prioritas terhadap penawaran beli pada harga yang lebih rendah, sedangkan penawaran jual pada harga yang lebih rendah, memiliki prioritas terhadap penawaran jual pada harga yang lebih tinggi. Dalam hal penawaran diajukan pada harga yang sama, FITS memberikan prioritas kepada penawaran beli atau jual yang diajukan terlebih dahulu (*time priority*).<sup>204</sup>

---

<sup>204</sup>Peraturan PT. Bursa Efek Indonesia Nomor II.F.1 Tentang Tata Cara Perdagangan Efek Bersifat Utang tahun 2006

- (b) Pasar Negosiasi, merupakan fasilitas yang memungkinkan para Anggota Bursa melakukan pelaporan hasil kesepakatan transaksi yang telah terjadi sesama Anggota Bursa atau dengan pihak lain.

Dari paparan tentang mekanisme perdagangan sukuk di Bursa Efek Indonesia tersebut di atas, dapat dipahami bahwa seluruh proses berkaitan dengan bentuk akad syaria'ah yang mendasarinya, *underlying asset*, dan penilaian terhadap kesyariahan usaha perusahaan emiten telah dilakukan dalam proses awal penerbitan sukuk. Sehingga sukuk yang diperdagangkan di BEI sudah berupa lembaran surat berharga yang diperdagangkan secara elektronik.

#### **4. Operasional Investasi Sukuk Pada Korporasi**

##### **Penerbit Sukuk**

Sukuk yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia hanya meliputi dua jenis sukuk yaitu sukuk *ijārah* dan sukuk *muḍarabah*. Berikut operasional investasi sukuk pada korporasi penerbit sukuk yang ditransaksikan di Bursa Efek Indonesia. Operasional sukuk ini menjelaskan tentang proses pengelolaan dana yang diinvestasikan oleh para pemegang sukuk atau investor yang akan dirinci sesuai bentuk sukuk dengan mengambil beberapa sample korporasi penerbit sukuk.

### a. Operasional Sukuk Ijarah

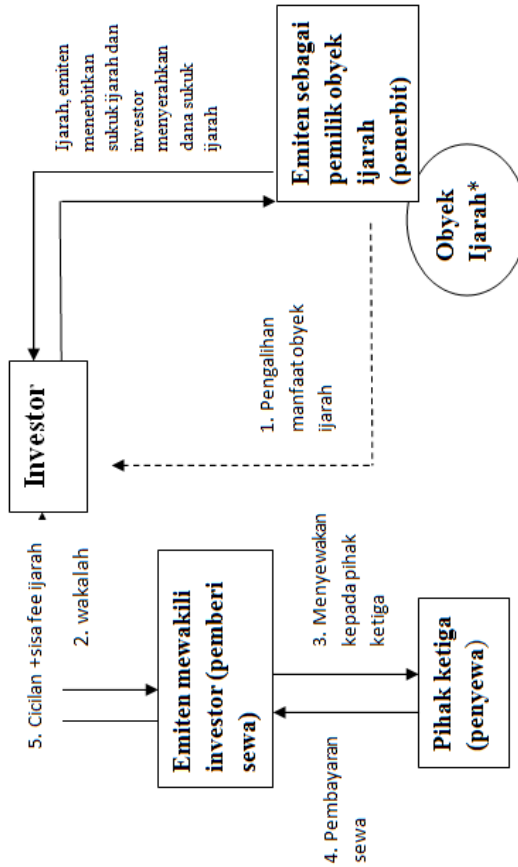
Di Indonesia dasar yang digunakan dalam menerapkan sukuk ijarah (sebelumnya dikenal dengan obligasi syariah ijarah) adalah “transfer manfaat atas aset yang tersedia atau *ijarāh bi al-ijarāh*’ sedangkan yang umum di negara-negara lain adalah *ijarāh mumtahiya bi al-tamlīk*. Terkait dengan dasar yang digunakan tersebut, tujuan dari transaksi ijarah di Indonesia adalah melakukan transaksi *lease* atau *lease* kemudian *sublease*. Sedangkan dasar yang digunakan di negara-negara lain bertujuan untuk menjual aset (kepada SPV) kemudian melakukan *lease* atas aset tersebut dengan memberikan opsi apakah pada akhir masa sukuk aset *underlying* ijarah beralih kepemilikannya

Mekanisme transaksi sukuk ijarah di BEI mengacu pada standart transaksi *The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) yang dipetakan dalam tiga jenis skema transaksi sukuk ijarah. Pembagian kategori tersebut didasarkan pada obyek yang ditransaksikan, yaitu:

1. Transfer kepemilikan atas aset yang telah tersedia;
2. Transfer manfaat (*usfruct*) atas aset yang telah tersedia; dan
3. Transfer kepemilikan atas aset tertentu yang akan dimiliki.

Dalam praktik, yang lazim dipraktekkan di BEI adalah sukuk ijarah no. 2 atau sukuk ijarah transfer manfaat (*usfruct*) atas aset yang telah tersedia. Alasan utama yang mendasarinya adalah, transaksi jenis tersebut lebih diminati oleh investor mengingat *underlying* asetnya telah tersedia. Hal ini akan lebih memberikan kepastian hukum dibandingkan dengan sukuk ijarah no.3 atau transfer kepemilikan atas aset tertentu yang akan dimiliki. Dengan mempertimbangkan kelaziman dalam praktik, maka kajian ini memfokuskan kepada skema sukuk nomor dua yaitu sukuk *ijārah* transfer manfaat (*usfruct*) atas aset yang telah tersedia . Berikut ini disajikan mengenai skema transfer manfaat atas asset yang telah tersedia dalam tahapan proses berikut:

Gambar 5.2<sup>205</sup>  
Sukuk Ijarah Transfer Manfaat Aset



<sup>205</sup> Dokumen Divisi Unit Perdagangan Efek Bersifat Utang Bursa Efek Indonesia, data diolah

Keterangan:

Penerbitan sukuk tersebut memiliki struktur sebagai berikut:

1. Atas penerbitan sukuk ijarah tersebut, emiten mengalihkan manfaat objek ijarah kepada investor, dan investor yang diwakili wali amanat sukuk menerima manfaat objek ijarah (berupa *fixed asset* yang sudah ada dengan jenis aset dan spesifikasi yang jelas) dari emiten.
2. Investor yang diwakili wali amanat sukuk memberikan kuasa (akad wakalah) kepada emiten untuk menyewakan objek ijarah tersebut kepada pihak ketiga.
3. Emiten selaku penerima kuasa dari investor bertindak sebagai *mu'jir* (pemberi sewa) menyewakan objek ijarah tersebut kepada pihak ketiga sebagai *musta'jir* (penyewa).
4. Atas objek ijarah yang disewa tersebut, pihak ketiga memberikan pembayaran sewa kepada emiten.
5. Emiten meneruskan pembayaran sewa yang diterima dari pihak ketiga kepada investor berupa cicilan *fee* ijarah secara periodik sesuai dengan waktu yang diperjanjikan serta sisa *fee* ijarah pada saat jatuh tempo sukuk

Struktur sukuk ijarah tersebut dapat juga direalisasikan melalui tahapan sebagai berikut:

Tahap pertama, pada saat perusahaan merencanakan untuk menerbitkan sukuk ijarah, perusahaan terlebih dahulu menetapkan aset yang akan diijarkan.

Tahap kedua, perusahaan menjual manfaat aset kepada investor. Atas transfer ini, perusahaan memperoleh pembayaran lumpsum dari investor dan sebaliknya investor memperoleh sertifikat sukuk ijarah. Pada tahap ini, perusahaan dan investor seharusnya menandatangani akad ijarah, yang memposisikan perusahaan menjadi lessee dan investor menjadi lessor. Dalam praktek, proses kontrak ini dilakukan sekaligus pada waktu penerbitan sukuk antara emiten dengan Wali Amanat.

Tahap ketiga, investor dan perusahaan menandatangani akad wakalah, yang berisi bahwa investor memberikan kuasa kepada perusahaan atas manfaat aset *underlying ijarah*. Kuasa tersebut, digunakan oleh perusahaan untuk mencari *end customer* yang bermaksud untuk menyewa aset *underlying ijarah*. Hal ini dilakukan karena perusahaan memiliki pengetahuan yang lebih baik dibandingkan investor terhadap industrinya.

Tahap keempat, Setelah menemukan *end customer*, perusahaan mentransfer manfaat aset *underlying ijarah*. Dalam tahap ini seakan-akan peranan perusahaan adalah sebagai *lessor* mewakili investor dan *end customer* adalah sebagai *lessee*. *End customer* berkewajiban membayar penggunaan *asset underlying ijarah*. Pembayaran ini



merupakan sumber kupon ijarah yang akan dibayarkan perusahaan selaku *lessee* kepada investor selaku *lessor*.

Berikut contoh implementasi sukuk *ijārah* transfer manfaat asset yang dijumpai di Bursa Efek Indonesia.

### **Contoh Operasioanal Sukuk *ijārah* Xa. Tbk.**

Kegiatan Usaha PT. Xa.Tbk. bergerak dalam bidang usaha industri makanan, beras dan agribisnis. Sukuk *ijārah* ini ditawarkan sebesar 100% (seratus persen) dari jumlah sisa imbalan *ijārah*. Sukuk *ijārah* ini diterbitkan tanpa warkat, kecuali Sertifikat Jumbo sukuk *ijārah* yang diterbitkan atas nama PT Kustodian Sentral Efek Indonesia ("KSEI"), dengan sisa imbalan ijarah sebesar Rp300.000.000.000,- (tiga ratus miliar Rupiah) berjangka waktu 5 (lima) tahun dengan Cicilan Imbalan Ijarah sebesar Rp.7.687.500.000,- (tujuh miliar enam ratus delapan puluh tujuh juta lima ratus ribu Rupiah) per 3 (tiga) bulan yang dihitung dari jumlah sisa imbalan *ijārah* sebesar Rp.300.000.000.000,- (tiga ratus miliar Rupiah) atau Rp.25.625.000,- (dua puluh lima juta enam ratus dua puluh lima ribu Rupiah) per Rp.1.000.000.000,- (satu miliar Rupiah) per 3 (tiga bulan) dari jumlah Sisa Imbalan Ijarah. Cicilan Imbalan *ijārah* dibayarkan setiap triwulan (3 bulan) sejak Tanggal Emisi, dimana Cicilan Imbalan Ijarah pertama akan dibayarkan pada tanggal 5 Juli 2013 sedangkan Cicilan Imbalan Ijarah terakhir sekaligus jatuh

tempo Sukuk *ijārah* akan dibayarkan pada tanggal 5 April 2018.<sup>206</sup>

Sukuk *ijārah* ini akan dijamin dengan agunan khusus berupa aset tetap dan piutang dengan nilai 110% (seratus sepuluh persen) dari jumlah terutang atas jumlah pokok Obligasi dan dari nilai Sisa Imbalan Ijarah yang wajib dibayarkan untuk kepentingan Pemegang Obligasi dan Sukuk Ijarah melalui Wali Amanat, yang dilakukan dengan pembebanan Hak Tanggungan dan Fidusia. Sebelum diserahkannya jaminan, maka Hak Pemegang Obligasi dan Sukuk *ijārah* adalah pari passu tanpa hak preferen dengan hak-hak kreditur lainnya.

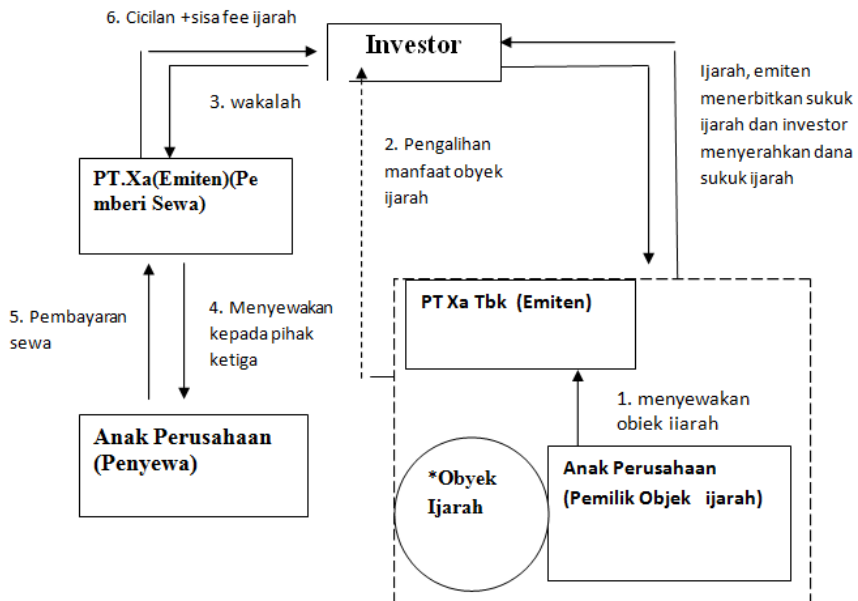
Perseroan dapat melakukan pembelian kembali untuk sebagian atau seluruh Obligasi dan/atau Sukuk Ijarah sebagai pelunasan, dengan ketentuan bahwa hal tersebut hanya dapat dilaksanakan setelah 1 (satu) tahun setelah Tanggal Penjatahan. Perseroan wajib mengumumkan dalam 1 (satu) surat kabar harian berbahasa Indonesia yang mempunyai peredaran nasional mengenai rencana dilakukannya pembelian kembali Obligasi dan/atau Sukuk *ijārah* selambat-lambatnya 2 (dua) Hari Kerja sebelum tanggal permulaan penawaran pembelian kembali Obligasi dan/atau Sukuk *ijārah*. Pembelian kembali Obligasi dan/atau Sukuk *ijārah* akan disesuaikan dan mengacu pada

---

<sup>206</sup> PT. Xa.Tbk, *Prospektus Penawaran Umum Obligasi dan Sukuk Ijarah*, (Jakarta:Tp, 2013), 31-45

Perjanjian Perwaliamanatan.<sup>207</sup> Berikut skema sukuk ijarah PT. Xa.Tbk

Gambar 5.4<sup>208</sup>  
Skema sukuk ijarah PT. Xa.Tbk



Keterangan:

\*) Objek *ijārah* yang dijadikan *underlying* dalam penerbitan sukuk berupa *fixed asset* milik anak perusahaan yang sudah ada dengan jenis asset dan spesifikasi yang jelas yaitu Tanah beserta bangunan, sarana perlengkapan, mesin dan peralatan yang terletak di: Jl. xxxx

<sup>207</sup> Ibid.,213

<sup>208</sup> Pt.Xa. *Prospektus Penawaran Umum Obligasi dan Sukuk* Periode April 2013, (Jakarta: BEI, 2013), 48

Perseroan menerbitkan Sukuk Ijarah dengan nilai yang direncanakan sebesar Rp 300 miliar yang didasarkan pada Objek *ijārah* berupa aset tetap. Pada saat yang bersamaan investor (pemegang Sukuk *ijārah*) menyerahkan sejumlah dana sebesar nilai Sukuk *ijārah* sebagai pembayaran pengalihan manfaat Objek *ijārah* kepada Perseroan. Penerbitan sukuk tersebut memiliki struktur sebagai berikut:

1. Anak perusahaan Perseroan sebagai pemilik objek *ijārah* (berupa tanah dan bangunan beserta sarana pelengkap, mesin, dan perlengkapan) menyewakan objek ijarah (Akad *ijārah* kepada Perseroan.
2. Atas penerbitan sukuk *ijārah*, Perseroan mengalihkan manfaat objek *ijārah* (Akad *ijārah*) kepada investor, dan investor yang diwakili Wali Amanat sukuk menerima manfaat objek *ijārah* dari Perseroan.
3. Investor yang diwakili wali amanat sukuk memberikan kuasa (Akad Wakalah) kepada Perseroan untuk menyewakan objek *ijārah* tersebut kepada anak perusahaan.
4. Perseroan selaku penerima kuasa dari Investor melalui Wali Amanat, bertindak sebagai *mu'jir* (pemberi sewa) menyewakan objek *ijārah* (Akad *ijārah*) tersebut kepada anak perusahaan sebagai *musta'jir* (penyewa).
5. Atas penyewaan objek *ijārah* tersebut, anak perusahaan memberikan pembayaran sewa kepada Perseroan. Sumber pendapatan yang menjadi dasar perhitungan imbal jasa

(fee) adalah aktivitas usaha atau penjual Xa dan anak perusahaan.

6. Perseroan meneruskan pembayaran sewa yang diterima dari anak perusahaan kepada investor berupa cicilan *fee ijārah* secara periodik sesuai dengan waktu yang diperjanjikan serta sisa *fee ijārah* pada saat jatuh tempo sukuk.

Untuk melakukan penerbitan Sukuk *ijārah*, Perseroan dan Wali Amanat akan mengadakan akad/ perjanjian-perjanjian yang diperlukan untuk memenuhi transaksi ijarah atas obyek *ijārah* yang memenuhi prinsip-prinsip *shari'ah* di Pasar Modal, berdasarkan:

- a. Akad *ijārah* antara anak perusahaan Perseroan yaitu Xa dan Anak Perusahaan sebagai pemilik objek *ijārah* dengan Perseroan.
- b. Akad *ijārah* sehubungan Dengan Penawaran Umum Sukuk *ijārah* Xa Tahun 2013 tanggal 17-01-2013 (tujuh belas Januari dua ribu tiga belas) dibuat dibawah tangan oleh dan antara Perseroan dan PT. Bank M Tbk sebagai wakil dari Pemegang Sukuk *ijārah*
- c. Akad Wakalah Sehubungan Dengan Penawaran Umum Sukuk *ijārah* Xa Tahun 2013 tanggal 17-01-2013 (tujuh belas Januari dua ribu tiga belas) dibuat di bawah tangan oleh dan antara Perseroan dan PT Bank M, Tbk sebagai wakil dari Pemegang Sukuk *ijārah*

- d. Akad *ijārah* antara Perseroan sebagai wakil (Penerima Kuasa) dengan anak perusahaan Perseroan yaitu Xa dan Anak Perusahaan.

2. Ringkasan Akad *ijārah* dan Akad Wakalah:

- a. Berdasarkan akad *ijārah* yang dilangsungkan antara Perseroan dan Pemegang Sukuk *ijārah* yang diwakili oleh PT Bank Mega Tbk (“Wali Amanat Sukuk *ijārah*”), Perseroan telah mengalihkan manfaat dari Tanah beserta bangunan, sarana perlengkapan, mesin dan peralatan yang terletak di Jl. xxxx (milik Xa) dan Jl. MGr ( milik Anak Perusahaan) (selanjutnya disebut “objek *ijārah*”) dan Wali Amanat Sukuk *ijārah* sebagai wakil dari Pemegang Sukuk *ijārah* berkeinginan untuk menerima pengalihan manfaat atas objek *ijārah* untuk jangka waktu 5 (lima) tahun terhitung sejak tanggal diterbitkannya Sukuk *ijārah* dengan nilai pengalihan manfaat Objek *ijārah* sejumlah Sisa Imbalan *ijārah*, sebagaimana ditentukan dalam Perjanjian Perwaliamanatan Sukuk *ijārah*.

Selain mengatur mengenai pengalihan manfaat *ijarah*, Akad *Ijarah* juga mengatur bahwa Perseroan menjamin berfungsinya objek *ijārah* yang manfaatnya menjadi Objek *ijārah*, kepemilikan Tanah beserta bangunan, sarana perlengkapan, mesin dan peralatan dan kondisinya, menjamin dan membebaskan Pemegang Sukuk *ijārah* dari segala tuntutan pihak lain hak atas objek *ijārah* tersebut, menjamin atas resiko kondisi-

kondisi tertentu atau kehilangan atau turunnya nilai pengalihan manfaat ijarah, dan menjamin tersedianya objek *ijārah* pengganti dalam kondisi-kondisi tertentu. Akad *ijārah* juga mengatur prosedur penggantian atau penambahan objek *ijārah*, dimana perseroan wajib melaporkan kepada Wali Amanat Sukuk *ijārah* dalam waktu 10 (sepuluh) Hari Kerja sebelum mengajukan objek *ijārah* Pengganti atau objek *ijārah* Tambahan sesuai dengan ketentuan dalam Perjanjian Perwaliamanatan Sukuk *ijārah*. Nilai *ijārah* pengganti atau tambahan harus sama dengan nilai objek *ijārah*.

Akad *ijārah* dapat diakhiri dengan ketentuan: (i) atas kesepakatan Perseroan dan Wali Amanat Sukuk *ijārah* (ii) dengan dilakukannya pembayaran kembali lebih awal atas seluruh jumlah Sisa Imbalan *ijārah* (iii) berdasarkan cara-cara yang ditetapkan dalam Perjanjian Perwaliamanatan Sukuk *ijārah* akad *ijārah* berakhir dengan sendirinya bilamana jumlah Sisa Imbalan *ijārah* telah dibayar seluruhnya oleh Perseroan.

- b. Selanjutnya, sehubungan dengan penerimaan manfaat objek *ijārah* oleh Pemegang Sukuk *ijārah* yang diwakili oleh Wali Amanat, berdasarkan Akad Wakalah yang ditandatangani oleh Perseroan dan Wali Amanat, Pemegang Sukuk *ijārah* yang diwakili oleh Wali Amanat selaku Muwakkil sebagai penerima manfaat objek *ijārah*, memberikan kuasa khusus kepada

Perseroan sebagai Wakil untuk melakukan hal-hal sebagai berikut:

1. Mengijarahkan/mengalihkan objek *ijārah* serta mewakili kepentingan Muwakkil dengan membuat dan melangsungkan perjanjian dan/atau kontrak sewa dengan PT Anak Perusahaan dan PT Xa sebagai pengguna objek *ijārah* tersebut untuk kepentingan Pemegang Sukuk *ijārah* sebagai penerima objek *ijārah* berdasarkan akad *ijārah* dan perjanjian Perwaliamanatan Sukuk *ijārah* dan apabila diperlukan, membuat perubahan atau perpanjangan atau penambahan atas perjanjian dan/atau kontrak sewa yang sudah ditandatangani oleh wakil dan pengguna objek *ijārah* tersebut sepanjang perubahan tersebut sesuai dengan praktek industri yang berlaku umum dan wajar.
2. Mengijarahkan/mengalihkan Objek Ijarah sebesar nilai jumlah kewajiban yang terdiri dari cicilan imbalan *ijārah* dan/atau Sisa Imbalan *ijārah* dan/atau kompensasi kerugian akibat keterlambatan dengan jumlah sesuai ketentuan-ketentuan yang diatur dalam akad *ijārah* dan perjanjian perwaliamanatan Sukuk *ijārah*
3. Mewakili segala kepentingan *Muwakkil* dalam rangka pelaksanaan perjanjian dengan pengguna objek *ijārah* sebagai objek *Ijarah*, termasuk akan tetapi tidak terbatas untuk melakukan penagihan atas kontrak sewa dan tanpa mengesampingkan



ketentuan pada akad wakalah, menerima seluruh hasil pemanfaatan objek *ijārah* dari pengguna objek *ijārah*

Selain itu didalam Akad Wakalah Perseroan sebagai Wakil berjanji untuk membayar cicilan imbalan *ijārah* dan sisa imbalan *ijārah* dari hasil pemanfaatan objek *ijārah* kepada pemegang Sukuk *ijārah* sesuai dengan nilai dan tata cara pembayaran yang diatur dalam perjanjian perwaliamanatan Sukuk *ijārah*.

### 3. Resiko Investasi Sukuk *Ijārah* PT.Xa

Perseroan tidak terlepas dari berbagai macam risiko usaha dalam menjalankan kegiatan usahanya. Ruang lingkup usaha Perseroan sebagai perusahaan industri makanan diantaranya meliputi risiko fluktuasi penyediaan bahan baku, risiko persaingan usaha, risiko kebiasaan dan selera makan, risiko produk tercemar, risiko kebakaran, risiko kegagalan produksi, risiko produk kadaluarsa, risiko pemogokan tenaga kerja, risiko kondisi perekonomian, risiko kebijakan pemerintah, dan risiko sebagai induk perusahaan.

Pelaksanaan kegiatan-kegiatan tersebut dapat mengakibatkan timbulnya dampak negatif bagi kelangsungan usaha Perseroan. Adapun risiko-risiko usaha sebagaimana tersebut di atas merupakan risiko Perseroan yang kegiatan operasionalnya dilaksanakan oleh Anak

Perusahaan, kecuali risiko sebagai induk perusahaan. Risiko-risiko tersebut merupakan risiko material bagi Perseroan yang berdampak terhadap kinerja Perseroan dan kemampuan perseroan untuk melakukan kewajibannya membayar *fee* kepada pemegang sukuk atau investor. Risiko yang mungkin dihadapi oleh investor pembeli Obligasi dan Sukuk *ijārah* adalah : Pertama,. risiko tidak likuidnya obligasi dan sukuk ijarah yang ditawarkan pada penawaran umum ini yang antara lain disebabkan karena tujuan pembelian obligasi sebagai investasi jangka panjang. Kedua, . Risiko gagal bayar dari Perseroan untuk melakukan pembayaran bunga serta pokok hutang pada waktu yang telah ditetapkan, atau kegagalan Perseroan untuk memenuhi ketentuan lain yang telah ditetapkan dalam kontrak obligasi dan sukuk *ijārah* yang merupakan dampak dari memburuknya kinerja dan perkembangan usaha Perseroan.

Implementasi investasi sukuk ijarah PT. Xa. sebagaimana deskripsi di atas terdapat beberapa hal bisa dicermati. Pertama, nilai aset yang diijarahkan berupa aset tetap dan piutang dengan nilai 110% (seratus sepuluh persen) dari jumlah terutang atas jumlah pokok obligasi/sukuk dan dari nilai sisa imbalan *ijārah* yang wajib dibayarkan untuk kepentingan pemegang obligasi dan Sukuk *ijārah* melalui Wali Amanat, memiliki *speeling* yang sangat tipis hanya berkisar 10% dari nilai sukuk yang diterbitkan. Normalnya untuk memperkecil resiko kerugian, hendaknya minimal nilai aset yang dijadikan obyek *ijārah* 25 % lebih tinggi sebagaimana yang berlaku dan dipraktekan di

lembaga keuangan. Kedua, Resiko usaha perseroan sangat majemuk yang tidak berkaitan langsung dengan obyek *ijārah* yang mendasari diterbitkannya sukuk, sehingga pemegang sukuk atau investor memiliki resiko yang sangat tinggi. Dalam konteks kontrak ijarah bisnis Islam, resiko atas aset yang disewakan tetap mejadi tanggung jawab pemilik aset (pemberi sewa/*musta'jir*). Penyewa harus dipastikan mendapatkan haknya untuk mengambil manfaat dari kontrak sewanya.

#### **b. Operasional Sukuk *Muḍarabah***

Sukuk *muḍarabah* merupakan sertifikat yang mewakili proyek atau kegiatan yang dikelola berdasarkan prinsip *muḍarabah* dengan menunjuk partner atau pihak lain sebagai *muḍārib* untuk manajemen bisnis. Kontrak ini juga disebut muqaradah bentuk kerja sama antara pemodal (*saḥīb al-māl*) dan pelaksana aktivitas perniagaan (*muḍarib*) di mana satu pihak menyerahkan sejumlah harta (modal) dan pihak lainnya berkontribusi keahlian manajerial dalam menjalankan modal untuk memperoleh keuntungan dengan menggunakan prinsip *profit and los sharing* berupa nisbah yang dipersetujui di dalam akad, manakala terjadi kerugian *financial* akan ditanggung oleh

investor saja, sedangkan pengusaha (*muḍārib*) menanggung kehilangan waktu kerja dan upayanya.<sup>209</sup>

Metode pembagian keuntungan dalam sukuk *muḍarabah* mengikuti dua metode yaitu dengan metode bagi pendapatan (*revenue sharing*) dan metode bagi laba (*profit sharing*).

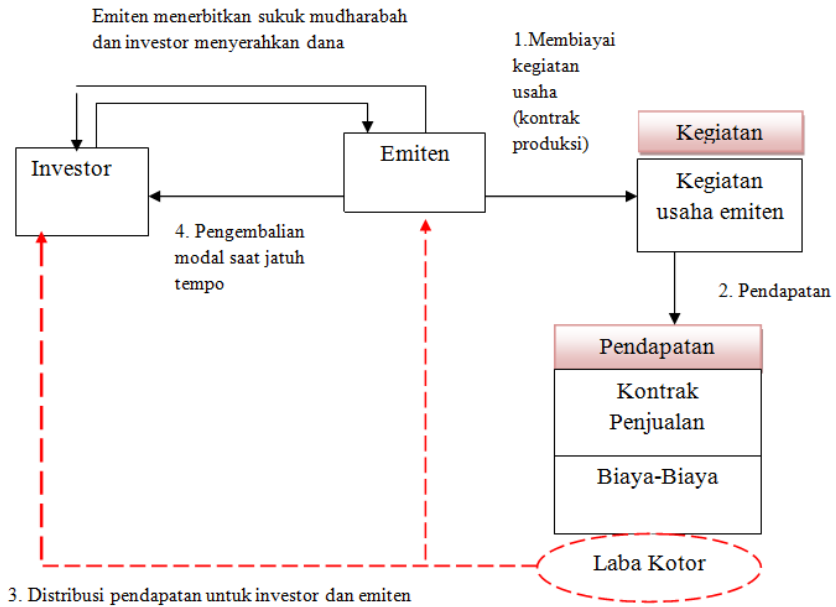
Bagi pendapatan (*revenue sharing*), dihitung dari total pendapatan pengelolaan *muḍarabah* sedangkan bagi laba (*profit sharing*), dihitung dari pendapatan setelah dikurangi beban yang berkaitan dengan pengelolaan dana *muḍarabah*.

Pada dasarnya dua metode bagi hasil tersebut juga digunakan dalam pola bagi hasil penerbitan obligasi *shari'ah* atau sukuk di pasar modal Indonesia. Namun demikian ada beberapa variasi dalam pola bagi hasil pendapatan atau bagi hasil laba pada penerbitan obligasi *shari'ah* atau sukuk yang telah ada. Berikut gambaran sukuk *muḍarabah*:

---

<sup>209</sup> Tim Kajian Pengembangan Produk Syariah, *Pengembangan Produk Syari'ah di Pasar Modal*, (Jakarta: Departemen Keuangan RI dan Bapepam-LK, 2009), 3

**Gambar 5.4<sup>210</sup>**  
**Sukuk Muḍarabah**



**Keterangan:**

Emiten menerbitkan sukuk *muḍarabah* dengan nilai tertentu, dan pada saat yang bersamaan investor menyerahkan sejumlah dana sebesar nilai sukuk *muḍarabah* kepada emiten. Penerbitan sukuk tersebut memiliki struktur sebagai berikut:

1. Dana hasil emisi sukuk dipergunakan oleh emiten untuk penambahan kapasitas produksi dan modal kerja;

<sup>210</sup>Sumber: BAPEPAM-LK dan Bursa Efek Indonesia, data diolah

2. Dari kegiatan usaha (produksi) emiten tersebut, diperoleh pendapatan yang kemudian didistribusikan sebagai pendapatan bagi hasil;
3. Distribusi pendapatan yang dibagihasilkan untuk investor dan emiten berasal dari *gross profit* atau laba kotor dari nilai kontrak penjualan dalam satu periode perhitungan dikurangi harga pokok penjualan yang diperoleh dalam satu periode tersebut, sesuai dengan nisbah yang disepakati;
4. Pada saat jatuh tempo, emiten membayar kembali modal kepada investor sebesar nilai sukuk pada saat penerbitan.

Berkaitan dengan sukuk mudharabah, kedudukan penerbit sertifikat (emiten) disebut *muḍarib*, pihak penyumbang modal disebut pemilik modal (*ṣaḥībul māl*) dan dana yang dikumpulkan adalah modal mudharabah. *Sertificate holders* memiliki aset yang dioperasikan dalam aktivitas mudharabah dan keuntungan dibagi sesuai persetujuan serta kerugian akan dipikul oleh penyedia dana. Proses untuk membuat pola hubungan antara pihak yang terkait dan model aliran serta akad yang digunakan dalam akad sukuk dinamakan proses strukturisasi sukuk dengan tujuan untuk mengumpulkan dana yang akan digunakan untuk mengganti sebagian dana internal yang telah digunakan untuk pengembangan bidang usaha dengan pembagian nisbah antara investor (*ṣaḥīb al-māl*) dengan emiten (*muḍarib*) serta ketentuan lainnya seperti *maturity*,

jadwal dan tata cara pembayaran bagi hasil, dan sebagainya.

Berikut contoh kasus implementasi investasi sukuk *muḍarabah* yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia.

### **1). Sukuk *Muḍarabah* MYOR PT Mayora Indah Tbk**

Sukuk *muḍarabah* dengan jumlah dana pada tanggal emisi sebesar Rp250.000.000.000,- (dua ratus lima puluh miliar Rupiah) ini ditawarkan dengan nilai 100% (seratus persen) dari jumlah dana Sukuk *muḍarabah*. Jangka waktu Sukuk *muḍarabah* ini adalah 5 (lima) tahun yang harus dilunasi dengan harga yang sama dengan jumlah pokok yang tertulis pada konfirmasi tertulis yang dimiliki oleh pemegang Sukuk *Muḍarabah* pada tanggal pelunasan pokok Sukuk *muḍarabah* dan tanggal pembayaran pendapatan bagi hasil Sukuk *muḍarabah* terakhir yaitu tanggal 9 Mei 2017. Dana yang diperoleh dari penawaran umum Sukuk *muḍarabah* setelah dikurangi biaya-biaya emisi, akan dipergunakan untuk modal kerja Perseroan yang terdiri dari penyediaan bahan baku, bahan pembungkus dan spare part mesin yang mendukung kinerja Perseroan

Besarnya nisbah pemegang Sukuk yaitu 39,29% (tiga puluh sembilan koma dua sembilan persen) dikalikan dengan pendapatan yang dibagihasilkan, sementara besarnya nisbah perseroan adalah 60,71% (enam puluh

koma tujuh satu persen) dikalikan dengan pendapatan yang dibagihasilkan.

Pendapatan Bagi Hasil Sukuk *muḍarabah* dibayarkan setiap triwulan (3 bulan) takwim sejak tanggal emisi pada tanggal pembayaran. Pendapatan bagi hasil tersebut akan dibayarkan oleh perseroan kepada pemegang rekening melalui KSEI sebagai Agen Pembayaran dan pembayaran kepada Agen Pembayaran tersebut sesuai dengan ketentuan Perjanjian Perwaliamanatan dianggap pembayaran lunas kepada Pemegang Sukuk *muḍarabah* atas pendapatan bagi hasil Sukuk *muḍarabah* yang terhutang dan telah jatuh tempo.

Pendapatan yang dibagihasilkan berarti *gross profit* atau laba bruto yaitu nilai kontrak penjualan dikurangi harga pokok penjualan, dimana setiap periode perhitungan, Perseroan wajib menjaga besarnya tidak kurang dari 15% dari nilai kontrak penjualan. Namun apabila *Gross Profit* atau laba kotor melebihi prosentase tersebut, maka atas nilai kelebihan prosentase *gross profit* tersebut akan menjadi hak dari Perseroan.

Setelah 1 (satu) tahun sejak Tanggal Penjatahan, Perseroan dapat melakukan pembelian kembali Sukuk *muḍarabah* untuk sebagian atau seluruh Sukuk *Mudharabah* sebelum tanggal pelunasan pokok Sukuk *muḍarabah* dengan ketentuan dapat dilakukan apabila Perseroan tidak dalam keadaan lalai sebagaimana



dimaksud dalam perjanjian perwaliamanatan Sukuk *muḍarabah* dan Perseroan mempunyai hak untuk memberlakukan pembelian kembali Sukuk *muḍarabah* tersebut untuk dipergunakan sebagai pelunasan Sukuk *muḍarabah* atau untuk disimpan.

a) Hak-Hak Pemegang Sukuk *Muḍarabah*

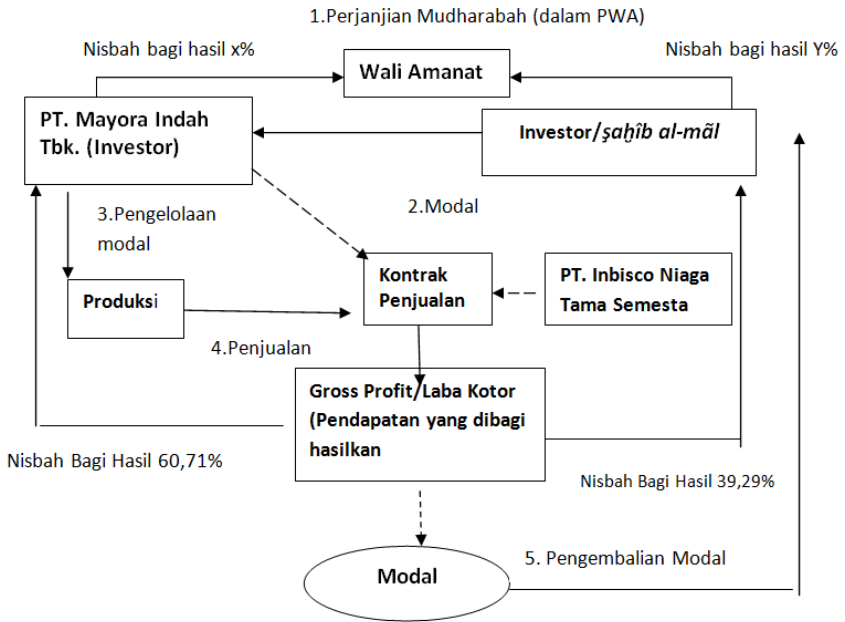
Investor pemegang sukuk ini memiliki hak-hak sebagai berikut:

- (1) Menerima pelunasan Pokok Sukuk *muḍarabah* dan/atau pembayaran pendapatan bagi hasil Sukuk *muḍarabah* dari Perseroan yang dibayarkan melalui KSEI sebagai Agen Pembayaran pada tanggal pelunasan pokok dan/atau tanggal pembayaran yang bersangkutan. Pokok Sukuk *muḍarabah* harus dilunasi dengan nilai yang sama dengan jumlah pokok Sukuk *muḍarabah* yang tertulis pada konfirmasi tertulis yang dimiliki oleh pemegang Sukuk *muḍarabah*.
- (2) Pemegang sukuk yang berhak atas bunga Sukuk *muḍarabah* adalah Pemegang Sukuk *muḍarabah* yang namanya tercatat dalam daftar pemegang rekening pada 4 (empat) hari bursa sebelum tanggal pembayaran kecuali ditentukan lain oleh KSEI sesuai dengan ketentuan KSEI yang berlaku.
- (3) Apabila lewat jatuh tempo Tanggal Pelunasan Pokok Sukuk *muḍarabah* dan/atau Tanggal Pembayaran, Perseroan harus membayar denda atas jumlah dana yang wajib dibayar. Jumlah denda tersebut dihitung

harian dengan ketentuan bahwa 1 (satu) bulan 30 (tiga puluh) hari Kalender dan 1 (satu) tahun 360 (tiga ratus enam puluh) hari kalender sampai dengan pelunasan efektif jumlah denda tersebut di atas.

- (4) Denda yang dibayarkan oleh Perseroan yang merupakan hak Pemegang Sukuk *muḍarabah* akan dibayarkan kepada Pemegang Sukuk *muḍarabah* secara proporsional berdasarkan besarnya Sukuk *muḍarabah* yang dimilikinya sesuai dengan ketentuan Perjanjian Agen Pembayaran.
- (5) Setiap Pemegang Sukuk *muḍarabah* senilai Rp.1,- (satu Rupiah) mempunyai hak untuk mengeluarkan 1 (satu) suara dalam RUPSu. Seorang atau lebih Pemegang Sukuk *muḍarabah* yang mewakili sedikitnya 20% (dua puluh persen) dari Jumlah Pokok Sukuk *muḍarabah* yang pada waktu itu belum diuangkan (tidak termasuk Sukuk *muḍarabah* yang dimiliki oleh Perseroan dan Afiliasinya), dapat mengajukan permintaan tertulis kepada Wali Amanat agar diselenggarakan RUPSu dengan memuat acara yang diminta dengan melampirkan asli KTUR dengan ketentuan sejak diterbitkannya KTUR tersebut Sukuk *Mudharabah* yang dimiliki oleh Pemegang Sukuk *Mudharabah* yang mengajukan permintaan tertulis kepada Wali Amanat tersebut akan dibekukan oleh KSEI sejumlah Sukuk *muḍarabah* yang tercantum dalam KTUR tersebut.

Gambar 5.5  
Skema Sukuk Mudharabah MYOR II<sup>211</sup>



Penjelasan Skema Sukuk *muđarabah*:

- Perseroan dan investor, yang diwakili oleh Wali Amanat, membuat perjanjian *muđarabah*, dimana Perseroan bertindak sebagai *Muđarib* dan pemodal sebagai *şahib al-māl*. Perjanjian *muđarabah* ini termaktub dalam Perjanjian Perwaliamanatan Sukuk *muđarabah* (“PWA Sukuk”).
- Perseroan dengan investor menyepakati besarnya nisbah bagi hasil untuk masing-masing sebagai

<sup>211</sup>PT. Mayora Indah Tbk. : *Prospektus Penawaran Umum Sukuk Mudharabah II* PT Mayora Indah Tbk, data diolah

faktor pengali atas pendapatan yang dibagihasilkan yang dimaktubkan dalam PWA Sukuk tersebut. Investor atau *ṣahīb al-māl* menyerahkan dana *muḍarabah* kepada Perseroan melalui investasi pada Sukuk *muḍarabah*

- (c). Dana Sukuk *muḍarabah* yang diterima oleh Perseroan dikelola dan digunakan untuk modal kerja Perseroan.
- (d). Perseroan dengan PT Inbisco Niagatama Semesta membuat kontrak penjualan hasil produksinya yang digunakan sebagai dasar pendapatan yang dibagihasilkan untuk memberikan pendapatan bagi hasil kepada investor.
- (e). Dasar pendapatan yang dibagihasilkan adalah jumlah *gross profit* atau laba bruto yang dihasilkan oleh Perseroan dari kontrak dengan PT Inbisco Niagatama Semesta pada setiap Periode Perhitungan dengan mengacu kepada isi perjanjian kersajama.
- (f). Pendapatan Bagi Hasil didistribusikan oleh Perseroan secara periodik kepada investor/pemodal dan pada saat jatuh tempo, Perseroan mengembalikan modal kepada Investor/pemodal atau *ṣahīb al-māl*. Nilai Nisbah yang merupakan bagian pemegang sukuk dan Perseroan adalah sebesar 39,29% dan Perseroan adalah sebesar 60,71%. Dasar yang dipergunakan untuk Pendapatan Yang Dibagihasilkan adalah Jumlah *Gross Profit* atau Laba Bruto. Mencermati

kedudukan Wali Amanat dalam investasi sukuk *muḍarabah* antara investor atau *ṣahīb al-māl* dengan PT. Mayora Indak Tbk. selaku *muḍārib* adalah sebagai wakil yang mewakili kepentingan investor. Maka akad yang digunakan unruk kepentingan ini adalah akad wakalah sehingga Wali Amanat tidak berhak atas nisbah bagi hasil, karena nisbah bagi hasil hanya menjadi hak para pihak yang terlibat dalam kontrak *muḍarabah*. Namun Wali Amanat diperkenankan memperoleh *fee* atas pekerjaannya yang telah mewakili kepentingan investor. Dalam kasus implementasi sukuk *muḍarabah* Mayora Indah II tersebut, sebagaimana ilustrasi dalam skema di atas, Wali Amanat memperoleh nisbah dari investor maupun emiten.

- (g). Pendapatan Bagi Hasil dan Tata Cara Pembayaran.
1. Sifat dan besarnya pendapatan bagi hasil cara pengelolaan usaha Perseroan dilakukan berdasarkan Prinsip-Prinsip syariah di Pasar Modal;
  2. Sumber pendapatan yang akan menjadi patokan perhitungan pendapatan bagi hasil antara Perseroan dan pemegang Sukuk Mudharabah adalah berasal dari nilai kontrak penjualan dalam satu periode perhitungan dikurangi dengan harga pokok penjualan dalam periode tersebut, yang menghasilkan *gross profit* atau laba bruto. Perseroan wajib menjaga bahwa

nilai kontrak penjualan dalam 1 (satu) tahun berjalan akan ditentukan dalam perubahan perjanjian perwaliamanatan sukuk *muḍarabah*

3. Perseroan wajib mengganti kontrak penjualan dengan yang baru dalam hal terjadi penurunan nilai atau terjadi pembatalan atas kontrak penjualan.
4. Pendapatan yang dibagihasilkan berarti gross profit atau laba bruto yaitu nilai kontrak penjualan dikurangi harga pokok penjualan, dimana setiap Periode perhitungan, Perseroan wajib menjaga besarnya tidak kurang dari 15% dari nilai kontrak penjualan. Namun apabila gross profit atau laba kotor melebihi prosentase tersebut, maka atas nilai kelebihan prosentase gross profit tersebut akan menjadi hak dari Perseroan. Besarnya nisbah pemegang Sukuk yaitu 39,29% (tiga puluh sembilan koma dua sembilan persen) dikalikan dengan pendapatan yang dibagihasilkan, sementara besarnya nisbah Perseroan adalah 60,71% (enam puluh koma tujuh satu persen) dikalikan dengan pendapatan yang dibagihasilkan.
5. Jumlah pendapatan bagi hasil yang menjadi bagian hak pemegang Sukuk dan wajib dibayarkan oleh Perseroan kepada pemegang Sukuk adalah sebesar nisbah pemegang Sukuk dikalikan dengan pendapatan yang

dibagihasilkan yang perhitungannya didasarkan pada informasi dari Perseroan kepada Wali Amanat Sukuk tentang uraian dari perhitungan pendapatan bagi hasil berdasarkan laporan keuntungan triwulanan (*unaudited*) yang mencakup antara lain informasi tentang 1 (satu) atau lebih proyek yang menjadi dasar perhitungan pendapatan usaha. Laba bruto Setelah proyek kerja sama/pendapatan yang dibagi hasilkan, dan Pendapatan bagi hasil dengan tata cara pembayaran sebagaimana diatur dalam Pasal 5 Perjanjian perwaliamanatan Sukuk *muḍarabah*.

6. Besarnya nisbah pemegang Sukuk akan ditentukan kemudian dalam perubahan perjanjian perwaliamanatan sukuk *muḍarabah*. Jumlah pendapatan hasil yang menjadi bagian hak pemegang Sukuk *muḍarabah* dan wajib dibayarkan oleh Perseroan kepada Pemegang Sukuk *muḍarabah* adalah sebesar nisbah pemegang Sukuk *muḍarabah* dikalikan dengan pendapatan yang dibagihasilkan.
7. Jadwal dan periode pembayaran. Pendapatan bagi hasil dibayarkan setiap 3 (tiga) bulan terhitung sejak tanggal emisi sesuai dengan tanggal pembayaran masing-masing pendapatan bagi hasil Sukuk *muḍarabah*. Pendapatan bagi hasil Sukuk *muḍarabah* dihitung berdasarkan 1

(satu) tahun adalah 360 (tiga ratus enam puluh) hari kalender atau 1 (satu) bulan adalah 30 (tiga puluh) hari kalender.

Model pembagian nisbah bagi hasil pada sukuk *muḍarabah* PT. Mayora Indah, nampaknya menggunakan *revenue shraing* bukan *profit sharing*. Dalam kasus ini, perusahaan membagikan nisbah kepada investor berdasarkan pendapatan bruto dengan porsi 39,29% untuk investor (*ṣaḥīb al-māl*) dan Perseroan/emiten (*muḍārib*) memperoleh porsi 60,71% dari *gross bruto* selama periode tertentu yang dalam hal ini disepakati setiap tiga bulan dengan ketentuan pendapatan yang dibagihasikan berupa *gross profit* atau laba bruto tersebut perseroan wajib menjaga besarnya tidak kurang dari 15% dari nilai kontrak penjualan. Artinya, investor pemegang sukuk akan tetap mendapatkan keuntungan yang pasti tidak kurang dari 15 % dari nilai kontrak penjualan, meskipun dalam kondisi Perseroan mengalami kerugian. Sinyalemen ini memiliki karakteristik dengan bunga obligasi konvesnsional yang mengacu pada bunga pasar (*market rate*) LIBOR, SIBOR dan JIBOR.

Porsi nisbah bagi hasil Perseroan yang jauh lebih tinggi daripada investor penulis menilai masih dalam batas kewajaran dengan alasan; *pertama*, pembagian bagi hasil didasarkan pada *gross profit* sehingga Perseroan masih membutuhkan biaya operasional dan produksi hingga menjadi produk jadi yang diperdagangkan. *Kedua*, adanya pembebanan kewajiban Perseroan (emiten) untuk tetap menjaga porsi nisbah secara pasti sebesar 15 % kepada investor pemegang sukuk.



## 2). Sukuk *Muḍarabah* Adira Finance

PT Adira Dinamika Multi Finance Tbk memfokuskan kegiatannya pada pembiayaan konsumen kendaraan bermotor dengan portofolio terbesar pada pembiayaan sepeda motor. Menurut data Asosiasi Perusahaan Pembiayaan Indonesia (APPI) Februari 2009, Perseroan adalah salah satu perusahaan pembiayaan sepeda motor terbesar di Indonesia. Pada tanggal diterbitkannya prospektus penawaran umum sukuk *muḍarabah* ini, jumlah kantor cabang Perseroan, sebanyak 166 kantor cabang, 382 kantor perwakilan, 128 kios dan 23 *dealer outlet*, antara lain di wilayah Sumatera, Kalimantan, Sulawesi, Bali, dan Nusa Tenggara, Jabodetabekser, Jawa Barat, Jawa Tengah, Jawa Timur dan Papua yang telah mencakup sebagian besar dari keberadaan seluruh Dealer kendaraan bermotor di Indonesia.

Penawaran umum berkelanjutan sukuk *muḍarabah* berkelanjutan I Adira Finance dengan target dana yang akan dihimpun sebesar Rp1.000.000.000.000,- (Satu Triliun Rupiah). Dalam rangka Penawaran Umum Berkelanjutan tersebut, Perseroan akan menerbitkan dan menawarkan: “Sukuk *muḍarabah* Berkelanjutan I Adira Finance Tahap I Tahun 2013” dengan jumlah dana sukuk *muḍarabah*

sebesar RP379.000.000.000,- (Tiga Ratus Tujuh Puluh Sembilan Milyar Rupiah).<sup>212</sup>

Sukuk *muḍarabah* ini terdiri dari 3 (tiga) Seri, yaitu Sukuk *muḍarabah* Seri A, Sukuk Mudharabah Seri B, dan Sukuk Mudharabah Seri C yang diterbitkan tanpa warkat. Sukuk *muḍarabah* ini memberikan pilihan bagi masyarakat untuk memilih Seri Sukuk *muḍarabah* yang dikehendaki sebagai berikut :

Seri A : Jumlah dana Sukuk *muḍarabah* seri A yang ditawarkan adalah sebesar Rp 66.000.000.000,- (enam puluh enam miliar Rupiah) dengan “pendapatan bagi hasil” Sukuk *muḍarabah* yang dihitung berdasarkan perkalian antara nisbah pemegang sukuk *muḍarabah* dengan indikasi bagi hasil sebesar ekuivalen 6,85% (enam koma delapan lima persen) per tahun. Jangka waktu Sukuk *muḍarabah* adalah 370 (tiga ratus tujuh puluh) hari kalender. Pembayaran Sukuk *muḍarabah* dilakukan secara penuh (*bullet payment*) pada saat tanggal jatuh tempo.

Seri B : Jumlah Dana Sukuk *muḍarabah* Seri B yang ditawarkan adalah sebesar Rp27.000.000.000,- (dua puluh tujuh miliar Rupiah) dengan Pendapatan Bagi Hasil sukuk *muḍarabah* yang dihitung berdasarkan perkalian antara nisbah pemegang Sukuk *muḍarabah* dengan indikasi bagi hasil sebesar ekuivalen 7,30% (tujuh koma tiga persen) per tahun.

---

<sup>212</sup>Sumber: Prospektus Penawaran Umum Obligasi dan Sukuk Mudharabah PT. Adira Dinamika Multi Finance Tbk, 2013, data diolah.

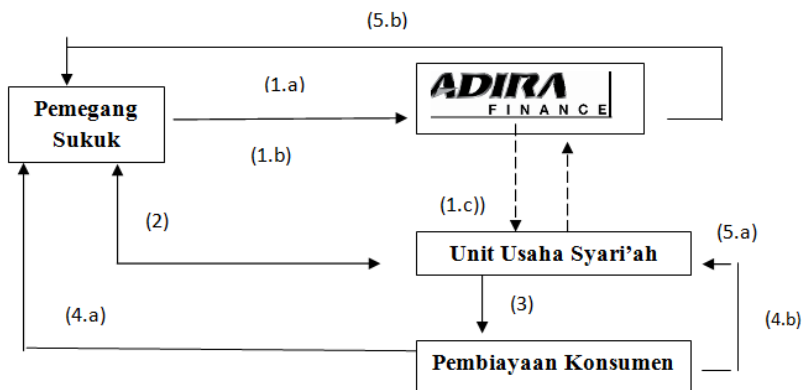
Jangka waktu obligasi adalah 24 (dua puluh empat) bulan. Pembayaran Sukuk *muḍarabah* dilakukan secara penuh (*bullet payment*) pada saat tanggal jatuh tempo.

Seri C : Jumlah Dana Sukuk *muḍarabah* Seri C yang ditawarkan adalah sebesar Rp286.000.000.000,- (dua ratus delapan puluh enam miliar Rupiah) dengan Pendapatan Bagi Hasil Sukuk *muḍarabah* yang dihitung berdasarkan perkalian antara nisbah pemegang Sukuk *muḍarabah* dengan indikasi bagi hasil sebesar ekuivalen 7,85% (tujuh koma delapan lima persen) per tahun. Jangka waktu Obligasi adalah 36 (tiga puluh enam) bulan. Pembayaran Sukuk *muḍarabah* dilakukan secara penuh (*bullet payment*) pada saat tanggal jatuh tempo.

Sukuk *muḍarabah* ini ditawarkan dengan nilai 100% (seratus persen) dari jumlah dana Sukuk *muḍarabah*. Pendapatan bagi hasil dibayarkan setiap triwulan, sesuai dengan tanggal pembayaran pendapatan bagi hasil Sukuk *muḍarabah*. Pembayaran pendapatan bagi hasil Sukuk *muḍarabah* pertama akan dilakukan pada tanggal 1 Juni 2013 sedangkan pembayaran pendapatan bagi hasil Sukuk *muḍarabah* berakhir sekaligus jatuh tempo Sukuk *muḍarabah* adalah pada tanggal 11 Maret 2014 untuk Seri A, 1 Maret 2015 untuk Seri B, dan 1 Maret 2016 untuk Seri C yang juga merupakan tanggal pembayaran kembali dana Sukuk *muḍarabah* dari masing-masing seri dana Sukuk *muḍarabah*.

Sukuk *muḍarabah* Berkelanjutan I Adira Finance Tahap I Tahun 2013, diterbitkan berdasarkan ketentuan-ketentuan yang termuat dalam Akta Perjanjian Perwaliamanatan Sukuk *muḍarabah* Berkelanjutan I Adira Finance No. 20 tanggal 14 Februari 2013. Berikut pokok-pokok dari perjanjian perwaliamanatan Sukuk *muḍarabah*, dan bukan merupakan salinan selengkapnya dari seluruh ketentuan dan persyaratan yang tercantum dalam perjanjian tersebut.

Gambar 5.6.  
Sukuk Mudharabah Adira Finance<sup>213</sup>



Keterangan gambar:

1a. Berdasarkan akad *muḍarabah* yang ada didalam perjanjian perwaliamanatan Sukuk *muḍarabah* pemegang Sukuk *muḍarabah* memberikan dana Sukuk

<sup>213</sup>Sumber: Prospektus Penawaran Umum Obligasi dan Sukuk Mudharabah PT. Adira Dinamika Multi Finance Tbk, 2013, hal. 346, data diolah.

*muḍarabah* kepada Perseroan untuk dikelola oleh Perseroan.

1b. Berdasarkan akad *muḍarabah* yang ada didalam perjanjian perwaliamanatan Sukuk *muḍarabah* Perseroan menerbitkan Sukuk *muḍarabah* untuk pemegang Sukuk *muḍarabah*.

1c. Perseroan menyerahkan dana Sukuk *muḍarabah* kepada Unit Usaha Syariah Perseroan (UUS) untuk dikelola dan akan disalurkan untuk pembiayaan konsumen berdasarkan prinsip *shari'ah*.

2. Besarnya nisbah bagi pemegang Sukuk *muḍarabah* yang besarnya akan ditentukan dalam perubahan perjanjian perwaliamanatan sukuk *muḍarabah*

3. Dana Sukuk *muḍarabah* disalurkan untuk pembiayaan konsumen (*shari'ah*).

4a. Pendapatan bagi hasil dibagikan sesuai nisbah yang diperuntukkan bagi pemegang Sukuk *muḍarabah* yang merupakan perkalian antara pendapatan yang dibagihasilkan dengan nisbah untuk pemegang Sukuk *muḍarabah*.

4b. Pendapatan bagi hasil dibagikan sesuai nisbah yang diperuntukan bagi UUS yang dihitung dari perkalian antaran pendapatan yang dibagihasilkan dengan nisbah untuk Perseroan.

5a. UUS menyerahkan dana Sukuk *muḍarabah* kepada Perseroan pada saat jatuh tempo Sukuk *muḍarabah*

5b. Perseroan membayar kembali dana Sukuk *muḍarabah* kepada pemegang Sukuk *muḍarabah* pada saat jatuh tempo Sukuk *muḍarabah*

**a). Penjelasan Sukuk *Muḍarabah Adira Finance***

(1). Akad yang digunakan adalah akad *muḍarabah* yang termaktub dalam PWA tidak perlu dibuat akad *muḍarabah* secara terpisah. (2). Antara Perseroan sebagai pengelola dana (*muḍārib*) dan pemegang Sukuk *muḍarabah* sebagai pemilik dana (*ṣahīb al-māl*) telah disepakati jumlah dana yang akan diberikan dan nisbah (rasio) bagi hasil antara keduanya. (3). Pendapatan bagi hasil adalah distribusi hasil kepada pemegang Sukuk *muḍarabah* dan Perseroan. (4). Pendapatan bagi hasil dihitung dengan mengalikan nisbah bagi hasil dari masing-masing pihak dengan pendapatan yang dibagihasilkan. (5). Pendapatan yang dibagihasilkan adalah margin yang diperoleh oleh Perseroan dari hasil pembiayaan murabahah dengan nilai portofolio senilai jumlah emisi yang dilakukan untuk setiap periode perhitungan bagi hasil. (6). Pemegang Sukuk *muḍarabah* sebagai pemilik dana menyaratkan Perseroan untuk menghasilkan margin atas pembiayaan murabahah yang diberikan tidak kurang dari 12% untuk setiap periode perhitungan bagi hasil. (7). Pemegang Sukuk *muḍarabah* sebagai pemilik dana menyetujui bahwa apabila Perseroan berhasil membukukan margin lebih tinggi dari yang disyaratkan,

maka pemegang Sukuk *muḍarabah* melepaskan haknya dan memberikan kelebihan perolehan marjin tersebut kepada Perseroan

**b) . Pendapatan Bagi Hasil Sukuk *Muḍarabah Adira Finance***

Tingkat pendapatan bagi hasil Sukuk *muḍarabah* tersebut merupakan indikasi pendapatan bagi hasil dalam persentase per tahun dari nilai nominal yang dihitung berdasarkan jumlah hari yang lewat dengan perhitungan 1 (satu) tahun adalah 360 (tiga ratus enam puluh) hari kalender dan 1 (satu) bulan adalah 30 (tiga puluh) hari kalender.

Sukuk *muḍarabah* ini memberikan tingkat pendapatan bagi hasil Sukuk *muḍarabah* yang dihitung berdasarkan perkalian antara nisbah pemegang Sukuk *muḍarabah* dengan pendapatan yang dibagihasilkan, yaitu;

- (1) Sukuk *muḍarabah* Seri A : besarnya nisbah adalah 57,083% dengan indikasi bagi hasil sebesar ekuivalen 6,85% (enam koma delapan lima persen) per tahun.
- (2) Sukuk *muḍarabah* Seri B : besarnya nisbah adalah 60,833% dengan indikasi bagi hasil sebesar ekuivalen 7,30% (tujuh koma tiga persen) per tahun.
- (3) Sukuk *muḍarabah* Seri C : besarnya nisbah adalah 65,417% dengan indikasi bagi hasil sebesar

ekuivalen 7,85% (tuju koma delapan lima persen) per tahun.

Tingkat Pendapatan bagi hasil Sukuk *muḍarabah* tersebut merupakan indikasi pendapatan bagi hasil dalam persentase per tahun dari nilai nominal yang dihitung berdasarkan jumlah hari yang lewat dengan perhitungan 1 (satu) tahun adalah 360 (tiga ratus enam puluh) hari kalender dan 1 (satu) bulan adalah 30 (tiga puluh) hari kalender.

Menurut penulis klausula tentang tingkat pendapatan bagi hasil sukuk *muḍarabah* yang dihitung berdasarkan jumlah hari mengindikasikan bahwa besarnya nisbah didasarkan pada bunga yang mengacu pada *time value of money* bukan pada kinerja Perseroan dalam usahanya. Semakin panjang masa sukuk maka semakin besar porsi nisbah yang diperoleh investor. Hal ini memungkinkan bahwa keuntungan (*profit*) direalisasikan dalam jumlah yang pasti (*fixed*) dan ditentukan. Prinsip dalam kontrak *muḍarabah*, *muḍārib* bebas mengelola dan menggunakan modal tersebut sesuai dengan bentuk bisnis yang dijalankan, masa usahanya dan tempat *Muḍārib* menjalankan aktivitas bisnisnya. *Muḍārib* juga memiliki kebebasan dalam mengelola usahanya dan semua keputusan yang berkaitan dengan kontak tersebut. Namun investor tidak dapat meminta jaminan dari pihak *muḍārib* untuk memastikan kembalinya modal yang diberikan atau modal beserta keuntungannya (*profit*). Karena dalam



kontrak *muḍarabah* hubungan antara investor dengan *muḍārib* terikat dalam satu gadaian yang saling mempercayakan, pihak investor melalui modalnya dan pihak *muḍārib* melalui mengelola usahanya, sehingga adanya jaminan (garansi) akan menjadikan kontrak tidak sah. Jika investor menuntut adanya persyaratan jaminan (garansi) beserta ketentuan-ketentuannya kepada *muḍārib* dalam terminologi kontrak *muḍarabah*.

## 5. Sasaran Investasi Sukuk

Sukuk merupakan salah satu instrumen investasi yang memberikan peluang bagi investor Muslim dan non-Muslim untuk berinvestasi di Indonesia. Sehingga, sukuk dapat dimanfaatkan untuk membangun perekonomian bangsa dan menciptakan kesejahteraan masyarakat. Fakta selama ini menunjukkan bahwa pasar sangat responsif terhadap penerbitan sukuk. Hampir semua sukuk yang diterbitkan, diserap habis oleh pasar, bahkan pada beberapa kasus menimbulkan kelebihan permintaan.

Sukuk merupakan instrumen yang tepat untuk menyasar para investor muslim dengan memberikan alternatif pembiayaan sesuai syariat Islam.<sup>214</sup> Saat ini, pangsa pasar

---

<sup>214</sup> Sukuk diyakini dapat menggantikan obligasi konvensional sebagai tulang punggung pembiayaan investasi ke depan. Adalah sangat mungkin karena selain struktur sukuk yang lebih baik dari obligasi konvensional, sukuk juga ditunggu para investor Timur Tengah. Di Bursa Efek Indonesia begitu menerbitkan sukuk, langsung terjadi perpindahan petrodolar dari bank-bank

sukuk memang belum besar. Menurut catatan Bursa Efek Indonesia, *outstanding* sukuk baru tiga persen dari total pasar sukuk di Indonesia, sebanyak 97 persen lainnya masih dikuasai obligasi konvensional.

Dengan adanya sukuk, mereka memiliki alternatif investasi yang relatif aman dan returnnya cukup menggiurkan. Sebut saja misalnya sukuk Mayora Indah (MYOR), returnnya saat ini sebesar 16 persen. Bahkan, pada periode awal, return sukuk MYOR mencapai 17,82 persen.

Keberadaan sukuk (surat utang berbasis *shari'ah*) dapat memperkuat kondisi ekonomi Indonesia dan menahan *bubble* ekonomi karena akan memperbanyak portfolio mata uang asing selain dolar. Sukuk merupakan instrumen yang tepat untuk menyasar para investor Timur Tengah dengan memberikan alternatif pembiayaan sesuai *shari'ah* Islam. Saatnya Indonesia melakukan portfolio tidak hanya pada dolar saja, tetapi juga pada mata uang yang lain. Ini akan menambah portfolio mata uang asing di luar dolar. Untuk itu ada beberapa inisiatif strategis yang perlu segera dijalankan dalam upaya

---

investasi di Wall Street ke Indonesia. Menurut Kanny Hidayat struktur sukuk yang sangat transparan, baik *underlying asset*, penghitungan bagi hasil, maupun proyek yang dibiayai. "Ini tidak seperti obligasi konvensional yang masih banyak diwarnai spekulasi," jelasnya. Ditambahkannya, proyek yang bisa dibiayai sukuk sangat banyak di Indonesia, seperti Pembangunan PLN, dan proyek infrastruktur lainnya sehingga lebih bisa mencapai tujuan pembangunan nasional. Lebih lanjut, Kanny menjelaskan, pihaknya optimis pengesahan UU obligasi Syari'ah akan menjadi salah satu tonggak bersejarah bagi perkembangan pasar ekonomi syariah di Indonesia, dari yang saat ini memiliki pangsa pasar sangat kecil. Kanny Hidayat, Tim Ahli Pasar Modal Dewan Syari'ah Nasional, *Wawancara*, Jakarta, 4 Desember 2013

mengoptimalkan sasaran pengembangan instrumen sukuk ini antara lain:<sup>215</sup>

*Pertama*, melakukan sosialisasi dalam rangka memberikan pemahaman kepada masyarakat luas tentang keberadaan sukuk dengan melibatkan banyak pihak seperti praktisi, pengamat, akademisi, dan ulama di bidang ekonomi Islam.

*Kedua*, melakukan upaya strategis dalam rangka menarik minat investor, terutama yang masih bersikap pragmatis, yaitu mereka yang mempunyai orientasi keuntungan semata. Selama ini sukuk hanya dianggap sebagai “*the second best choise*”, dengan mempertimbangkan lebih dahulu pilihan-pilihan yang lain.

*Ketiga*, meningkatkan kinerja sukuk agar tidak kalah dengan obligasi konvensional.

*Keempat*, mengantisipasi berbagai risiko yang dapat ditimbulkan akibat dari skim sukuk sebagai sebuah *investment tools* yang relatif baru. Dengan menerapkan prinsip manajemen risiko terutama dalam kerangka utang serta memberikan strategi *swap* suku bunga, maupun nilai tukar dapat digunakan sebagai solusi untuk dapat diterapkan dalam manajemen risiko sukuk.

*Kelima*, pemerintah perlu segera mendorong terbentuknya lembaga SPV milik negara sebagai lembaga pengelola aset yang dapat digunakan sebagai media penerbitan sukuk.

---

<sup>215</sup> Sigit Pramono, dkk, *Obligasi Syariah (Sukuk) untuk Pembiayaan Infrastruktur: Tantangan dan Inisiatif Strategis.*, . 23-24.

*Keenam*, Pemerintah dapat pula memberikan peluang kepada BUMN untuk dapat menawarkan investasi secara langsung baik melalui penerbitan sukuk maupun *project financing* secara syariah atas proyek-proyek infrastruktur yang direncanakan. Berikutnya setelah kelengkapan terpenuhi, dalam rangka pengembangan investasi syari'ah, Bursa Efek Indonesia (BEI) perlu merealisasikan penerbitan obligasi syariah (lokal dan internasional), selain itu korporasi BUMN terutama BUMN infrastruktur perlu segera merespon peluang tersebut. Pemerintah, korporasi BUMN dan juga Swasta perlu menyadari potensi industri keuangan syariah (terutama global) yang sedang tumbuh sangat cepat dan sedang kelebihan likuiditas sekarang ini.

*Ketujuh*, dalam hal aspek perpajakan dibutuhkan kebijakan yang jelas dan mendukung, juga insentif yang memadai. *Securities Commision* Malaysia misalnya, memberikan insentif pajak yang menarik untuk penerbitan obligasi syariah. Di mana, biaya yang dikeluarkan terkait emisi sukuk menjadi pengurang pajak. Begitu juga dengan pendapatan dari obligasi syariah bebas pajak. Belum lagi pembayaran zakat untuk sukuk juga dihitung sebagai pengurang pajak. Hal ini menjadikan sukuk Malaysia sangat diminati investor internasional.

Dari uraian pembahsan tersebut dapat di kemukakan proposi sebagai berikut; bahwa implementasi sukuk dalam investasi bisnis, terkait dengan determinan proses dan tahapan investasi (proses penerbitan, proses pemasaran dan implementasi) serta proses operasional investasi sukuk pada

korporasi penerbit sukuk. Struktur bisnis sukuk (ijārah dan muḍarabah) dan determinan sasaran penerbitan sukuk (tujuan, sasaran dan strategi ). Apabila determinan tersebut berjalan dengan baik, maka sukuk dapat membiayai berbagai sektor di antaranya sektor industri, keuangan, pertanian dan pembangunan infrastruktur.

## **BAB VI**

### **TINJAUAN ASPEK FIQH**

### **DALAM IMPLEMENTASI SUKUK**

#### **A. Analisis Aspek Fiqh; Pasar Modal Sebagai Alternatif Investasi Bisnis Islam**

Pasar modal merupakan salah satu alternatif sumber pendanaan bagi perusahaan dan sekaligus sebagai sarana investasi bagi para pemodal. Implementasi dari hal tersebut adalah perusahaan dapat memperoleh pendanaan melalui penerbitan efek yang bersifat ekuitas maupun surat hutang. Di sisi lain, pemodal juga dapat melakukan investasi di pasar modal dengan membeli efek-efek tersebut.

Kegiatan-kegiatan di pasar modal Bursa Efek Indonesia (BEI) tersebut dapat dikategorikan sebagai kegiatan ekonomi yang termasuk dalam kegiatan mu'āmalah yaitu suatu kegiatan yang mengatur hubungan perniagaan (at-tijārah). Menurut kaidah fikih, hukum asal dari kegiatan mu'āmalah adalah mubah (boleh), kecuali ada dalil yang jelas melarangnya.

الْأَصْلُ فِي الْمُعَامَلَاتِ الْإِبَاحَةُ إِلَّا أَنْ يَدُلَّ الدَّلِيلُ عَلَى تَحْرِيمِهَا

“Pada dasarnya semua bentuk mu’āmalah boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkannya.”

Namun demikian, setiap aktifitas transaksi di Pasar Modal harus mengikuti aturan shari’ah sebagaimana dinyatakan dalam ayat al-Qur’an sebagai berikut:

ثُمَّ جَعَلْنَاكَ عَلَىٰ شَرِيعةٍ مِّنَ الْأَمْرِ فَاتَّبِعْهَا وَلَا تَتَّبِعْ أَهْوَاءَ الَّذِينَ لَا

يَعْلَمُونَ ﴿١٨﴾

“Kemudian Kami jadikan kamu berada di atas suatu shari’at (peraturan) dari urusan (agama itu), Maka ikutilah shari’at itu dan janganlah kamu ikuti hawa nafsu orang-orang yang tidak mengetahui (Q.S. Al-Jāthiyat:18)

Hal ini berarti ketika suatu kegiatan mu’āmalah seperti pembiayaan dan investasi di pasar modal yang baru dikenal saat ini, maka kegiatan tersebut dapat diterima kecuali terdapat larangan dalam Al Qur’an dan Hadith yang secara implisit maupun eksplisit. Beberapa larangan dalam kegiatan pembiayaan dan investasi oleh shari’ah antara lain adalah transaksi yang mengandung riba’. Larangan transaksi riba’ sangat jelas, karena itu transaksi di pasar modal yang di dalamnya terdapat riba’ tidak diperkenankan oleh shari’ah. Shari’ah juga melarang transaksi

yang di dalamnya terdapat spekulasi yang bermuatan perjudian (maysir). Al-Qur'an menegaskannya dalam surat Al-Maidah: 90.

يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِنَّمَا الْحَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْمُ رِجْسٌ مِّنْ

عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَأَجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴿٩٠﴾

Hai orang-orang yang beriman, sesungguhnya (meminum) khamar, berjudi, (berkorban untuk) berhala, mengundi nasib dengan panah, adalah Termasuk perbuatan syaitan. Maka jauhilah perbuatan-perbuatan itu agar kamu mendapat keberuntungan (Al-Maidah:90).

Hai orang-orang yang beriman, sesungguhnya (meminum) khamar, berjudi, (berkorban untuk) berhala, mengundi nasib dengan panah, adalah Termasuk perbuatan syaitan. Maka jauhilah perbuatan-perbuatan itu agar kamu mendapat keberuntungan (Al-Maidah:90).

نَهَى رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ عَنْ بَيْعِ الْغَرَرِ

"Rasulullah SAW melarang jual beli (yang mengandung) gharar" (HR. Muslim)<sup>216</sup>

<sup>216</sup> Muslim bin al Hajjaj al-Naysaburi, *al-Musnad al-Sahih al-Mukhtasar min al-Sunan bi Naql al-'Adl 'an Rasulillah s. 'a.w* dalam *Mawsu'ah al-Hadith al-Sharif al-Kutub al-Sittah*, ( al Riyad: Dar al-Salam li al-Nashr wa al-Tawzi', 2000), hadith nombor 3808, h 939



Termasuk dalam pengertian gharar adalah melakukan penawaran palsu (najsy); transaksi atas barang yang belum dimiliki (short selling/bay'u mā laysa bi al-mamlûk); menjual sesuatu yang belum jelas (bay' al-ma'dum); pembelian untuk penimbunan efek (iḥtikar) dan menyebarluaskan informasi yang menyesatkan atau memakai informasi orang dalam untuk memperoleh keuntungan transaksi yang dilarang (insider trading).

Berdasarkan pengamatan, dapat dikatakan bahwa sampai dengan akhir tahun 2013 perkembangan pasar modal syariah di Bursa Efek Indonesia cukup menggembirakan. Namun demikian, market share produk shari'ah masih sangat kecil dibandingkan produk konvensional sampai saat ini, maka diperlukan upaya-upaya strategis dan taktis yang berkesinambungan untuk lebih meningkatkan perkembangan produk shari'ah tersebut. Dengan upaya-upaya tersebut diharapkan perkembangan pasar modal shari'ah dapat lebih diakselerasi sehingga pada akhirnya akan mensejajarkan posisi pasar modal shari'ah terhadap pasar modal pada umumnya dan meningkatkan kontribusi pasar modal shari'ah terhadap perkembangan perekonomian Indonesia.

Sejak pertama kali diterbitkan pada tahun 2002 perkembangan jumlah kumulatif penerbitan emisi sukuk korporasi mengalami peningkatan yang signifikan dari tahun ke tahun. Berdasarkan data sampai dengan September 2013, jumlah penerbitan sukuk korporasi telah mencapai 52 penerbitan dengan total nilai emisi mencapai Rp.9,39 triliun. Dari 52 penerbitan

---

sukuk korporasi tersebut, outstanding sukuk yang masih beredar saat ini mencapai 33 sukuk korporasi dengan total nilai mencapai Rp.6,57 Triliun. Artinya, perkembangan sukuk cenderung terus meningkat.

Namun demikian, meskipun pertumbuhan penerbitan sukuk korporasi cukup baik setiap tahunnya, hal tersebut tidak diikuti dengan perdagangan sukuk korporasi di pasar sekunder. Berdasarkan data perdagangan sukuk dan obligasi dari tahun 2009 sampai dengan Oktober 2013, rata-rata frekuensi perdagangan sukuk korporasi dibandingkan perdagangan obligasi konvensional di pasar sekunder baru mencapai 5,1%, sedangkan rata-rata volume perdagangan sukuk korporasi dibandingkan perdagangan obligasi baru mencapai 2,6%.

Hasil identifikasi berdasarkan diskusi dengan para pelaku pasar diperoleh beberapa faktor yang menyebabkan masih rendahnya frekuensi dan volume perdagangan sukuk korporasi di pasar sekunder, antara lain:

1. Masih kurangnya penerbitan sukuk korporasi (Volume supply side kecil termasuk nilai, jumlah, seri, tenor sukuk);
2. Masih kurang meratanya distribusi kepemilikan sukuk korporasi. Mayoritas investor sukuk korporasi adalah investor institusi yang cenderung hold to maturity, contohnya dana pensiun dan perusahaan asuransi;
3. Masih belum memadainya infrastruktur perdagangan pasar sekunder yang mendukung peningkatan likuiditas perdagangan sukuk korporasi;

4. Ketersediaan informasi harga pasar wajar yang valid atas sukuk korporasi masih belum mencukupi;
5. Tidak ada market maker;
6. Belum adanya strategi yang mengarahkan perdagangan sukuk korporasi melalui bursa;
7. Faktor perpajakan. Perhitungan pajak atas keuntungan transaksi (capital gain) untuk sukuk lebih rumit dibandingkan obligasi. Hal ini menjadi salah satu faktor yang menyebabkan investor tidak melakukan transaksi sukuk di pasar sekunder dan cenderung memilih untuk hold to maturity.

Dari 7 (tujuh) faktor yang menyebabkan masih rendahnya frekuensi dan volume perdagangan sukuk korporasi di pasar sekunder tersebut, terdapat beberapa faktor yang langsung terkait dengan pasar sekunder sukuk yaitu infrastruktur pasar sekunder, harga pasar wajar, dan market maker. Faktor – faktor yang langsung dengan pasar sekunder sukuk tersebut menjadi dasar pertimbangan Tim untuk melakukan penelaahan lebih lanjut sehingga diharapkan dapat memperoleh solusi yang dapat digunakan untuk meningkatkan perdagangan sukuk korporasi di pasar sekunder

.Salah satu upaya yang harus dilakukan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Pasar Modal adalah dengan melakukan kajian tentang pasar sekunder untuk Efek Syariah di pasar modal. Kajian ini sangat diperlukan sebagai suatu acuan bagi Otoritas Jasa Keuangan (OJK) untuk menyusun suatu pedoman

perdagangan pasar sekunder Efek Syariah di pasar modal. Pedoman tersebut diperlukan mengingat sifat dan karakteristik pasar modal syariah yang berbeda dibandingkan dengan pasar modal pada umumnya. Sebagai contoh, perdagangan Efek Shari'ah dipasar modal wajib dilakukan dengan prinsip kehati-hatian dan tidak diperbolehkan melakukan spekulasi yang di dalamnya mengandung maysir (perjudian), gharar (ketidakpastian), riba' (bunga), short selling (penjualan atas Efek yang belum dimiliki), dan najsy (penawaran palsu).

Prinsip kehati-hatian diperlukan untuk memastikan bahwa efek tersebut tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip shari'ah di pasar modal baik pada saat penerbitannya, perdagangannya, maupun pada saat pelepasan efek tersebut. Adapun pada saat penerbitannya, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) telah mengambil langkah-langkah strategis dengan mengeluarkan aturan terkait dengan penerbitan Efek Shari'ah, akad-akad yang digunakan dan kriteria serta penerbitan Daftar Efek Shari'ah. (DES).

Sementara itu, pada saat perdagangan, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) belum mempunyai pedoman khusus yang mengatur mekanisme perdagangan yang sesuai syariah antara lain persyaratan efek shari'ah dapat diperdagangkan di pasar sekunder, mekanisme perdagangan yang tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip shari'ah dan hal-hal lain yang perlu diperhatikan seperti bagaimanakah batasan dari spekulasi, short selling, dan perdagangan marjin yang tidak sesuai dengan prinsip syariah. Oleh karena itu perdagangan efek shari'ah khususnya

sukuk saat ini masih disatukan dengan obligasi konvensional yang digolongkan pada efek bersifat utang. Sukuk yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia dikelompokkan ke dalam efek bersifat utang yang menjurus pada praktek bay' al-dayn. Hal ini membawa persoalan hukum tersendiri, karena Islam secara tegas melarang jual beli hutang-piutang.

Dewan Shari'ah Nasional (DSN) menyikapi hal ini sebagai salah keterbatasan dari sekian banyak kekurangan yang terdapat pada implementasi sukuk di BEI. Konteks ini disebabkan beberapa kondisi :

Pertama, Sukuk belum diakomodasi dengan baik, meskipun di Otoritas Jasa Keuangan (OJK) telah diklasifikasikan dalam kelompok tersendiri untuk membedakan dengan obligasi konvensional. Namun di Bursa Efek Indonesia sebagai tempat diperdagangkannya sukuk belum ada divisi tersendiri, sehingga dimasukkan dalam kelompok obligasi (efek bersifat utang) yang mestinya berbeda sama sekali dengan obligasi.

Kedua, jumlah sukuk yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia belum sebanyak obligasi konvensional tetapi hanya sebagian kecil. Sehingga untuk menjadikan sukuk sebagai efek tersendiri mengalami kesulitan. Syari'ah tidak menuntut kesempurnaan sesuatu untuk dilaksanakan, karena jika menunggu hingga sempurna maka kita tidak akan bisa melakukan apapun. Demikian pula dengan kekurangan yang ada pada sukuk, jika hanya melihat ketidaksempurnaan sukuk, maka produk instrumen keuangan syari'ah tidak akan pernah dapat terealisasi. Kanny

Hidayat (Tim Ahli Pasar Modal DSN) mendasarkan argumennya pada : Pertama, kaidah fiqih yang menyatakan : “ Apa yang tidak bisa dilakukan sepenuhnya, jangan dilaksanakan sepenuhnya”. Kedua, dalil nash yang menunjukkan kaidah tersebut yaitu firman Allah Subhanahu wa Ta’ala Q.S. at-Taghabûn: 64 : 16)<sup>217</sup>

إذا أمرتكم بأمر فأتوا منه ما استطعتم وما نهيتكم عنه فاجتنبوه

“Apabila saya perintahkan kamu dengan sesuatu maka laksanakanlah sekuat tenaga dan kemampuanmu”

Ketiga, Hadis Rasulullah yang artinya :“Jika aku memerintahkan kalian dengan suatu perintah maka kerjakanlah sesuai kemampuan kalian”.

Uraian tersebut di atas mendiskripsikan argumen yang disampaikan oleh Dewan Syari’ah Nasional terhadap problematika implementasi sukuk di Bursa Efek Indonesia yang secara garis besar membolehkan penentuan harga, keuntungan, fee pada sukuk berdasarkan bunga pasar (market rate). Demikian pula tentang kedudukan sukuk di Bursa Efek Indonesia sebagai efek bersifat utang sebagaimana obligasi konvensional pada umumnya.

Nampak ketidakkonsistenan DSN-MUI dalam menyikapi implementasi sukuk di Bursa Efek Indonesia jika memperhatikan

---

<sup>217</sup>Kanny Hidayat, Tim Ahli Pasar Modal Dewan Syari’ah Nasional-Majelis Ulama Indonesia, *Wawancara* Jakarta, Kamis 5 Desember 2013, data ayat telah dicek dalam al-Qur’an dan Terjemahnya.,

fatwa-fatwa yang dikeluarkannya. Secara tegas DSN-MUI telah menjustifikasi bunga sebagai riba yang diharamkan secara qat'i . Tidak ada ruang bagi bunga sebagai riba menjadi instrumen keuangan shari'ah dalam menentukan keuntungan dalam bisnis apapun sebagaimana dalam fatwa DSN-MUI Nomor 1 Tahun 2004 tentang Bunga (Interest/Faidah). Dalam fatwa tersebut dinyatakan segala praktek pembungaan uang saat ini telah memenuhi kriteria riba yang terjadi pada jaman Rasulullah, yaitu riba nasi'ah. Jika demikian, nampaknya DSN-MUI perlu meninjau ulang fatwa tentang bunga dengan melengkapi ketentuan tentang batasan toleransi dibolehkannya bunga dalam praktek keuangan shari'ah.

Pembayaran berdasarkan atas benchmark bunga tertentu sebagaimana yang dipraktekan di BEI dipandang kurang tepat karena bunga dikategorikan sebagai riba yang secara tegas dilarang dalam fatwa DSN-MUI No. 1 tahun 2004 tentang bunga. Instrumen bunga dinyatakan haram dalam fatwa tersebut yang diberlakukan dalam semua praktek transaksi berbasis shari'ah termasuk transaksi efek-efek shari'ah di Bursa Efek Indonesia. Oleh karena itu, para pelaku transaksi di Bursa Efek Indonesia harus mampu membedakan antara fungsi bunga sebagai benchmark dan riba. Fungsi sebagai benchmark, tingkat bunga hendaknya hanya dimaksudkan untuk memberikan pedoman yang populer mengenai suatu tingkat bagi hasil. Dengan demikian maka, ketidakjelasan (gharar) antara lessor dan lessee akibat penggunaan benchmark yang tidak populer dapat dihindari. Penggunaan tingkat bunga sebagai riba, jelas

merupakan mekanisme yang dilarang dalam shari'ah. Benchmark sebagai riba barangkali merupakan praktik bunga majemuk, yaitu pembebanan bunga tetap akan berjalan sekalipun debitur sudah tidak mampu melunasi pinjamannya. Hal tersebut tidak sejalan dengan prinsip syariah yang menjunjung tinggi nilai kebersamaan dalam memperoleh manfaat (sharing economics) sehingga seseorang tidak boleh mendapat keuntungan di atas kerugian orang lain.

Praktik perdagangan efek shari'ah yang ada saat ini baik di Indonesia maupun di luar negeri secara umum mempunyai prosedur dan tata cara yang sama dengan perdagangan efek konvensional. Hal tersebut dapat dilihat pada pelaksanaan transaksi nasabah, sistem perdagangan dengan mekanisme lelang berkesinambungan (continuous auction), jenis pasar yang digunakan dan tata cara penyelesaian dan penjaminan transaksi efek tersebut.

DSN MUI juga telah mengeluarkan fatwa No: 40/DSN-MUI/X/2003 Tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah Di Bidang Pasar Modal sebagai respon atas pertumbuhan pasar modal berdasarkan prinsip shari'ah yang telah dikembangkan di berbagai negara khususnya di Indonesia. Selain itu sebagai respon atas kejelasan perdagangan efek shari'ah di pasar sekunder, DSN-MUI pada tahun 2011 juga telah menerbitkan fatwa terkait perdagangan efek syariah di pasar sekunder yaitu Fatwa No. 80/DSN-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Shari'ah dalam Mekanisme Perdagangan Efek



Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek. Namun fatwa-fatwa tersebut belum mampu menjawab kepastian hukum aspek ke-sharî'ah-an praktik perdagangan efek sharî'ah di pasar modal. Sehingga beberapa kalangan masyarakat baik dari lingkungan akademisi, investor, maupun pelaku pasar lainnya masih sering mempertanyakan ke-sharî'ah-an kegiatan tersebut. Kejelasan dan ketegasan implementasi dari fatwa tersebut mestinya harus mampu menjadi kunci ketenangan dan kepercayaan masyarakat terhadap kegiatan pasar sekunder efek sharî'ah di Indonesia.

Meskipun Fatwa DSN bersifat tidak mengikat, namun demikian fatwa DSN-MUI secara keseluruhan telah diadopsi oleh OJK, sehingga regulasi tentang investasi sukuk di Bursa Efek Indonesia secara tidak langsung merujuk kepada fatwa DSN. Dalam fatwa DSN tentang obligasi syari'ah hanya mengatur beberapa bentuk akad yang dapat digunakan serta prinsip-prinsip sharî'ah dalam sukuk termasuk tentang ujah pada sukuk ijârah dan nisbah bagi hasil pada sukuk muḍarabah yang melarang untuk menggunakan instrumen bunga.

Kajian juga diperlukan sebagai sarana untuk memberikan pemahaman bagi Pelaku pasar dan masyarakat yang seringkali menuntut perlu adanya kejelasan dan penegasan terkait kesesuaian sharî'ah atas perdagangan Efek Syariah di pasar sekunder.

## **B. Analisis Aspek Fiqh Pada Mekanisme Perdagangan Sukuk di Pasar Modal Bursa Efek Indonesia (BEI)**

Perdagangan sukuk di Bursa Efek Indonesia (BEI) saat ini menggunakan prosedur dan tata cara yang sama dengan perdagangan efek konvensional. Hal ini dapat dilihat pada transaksi investor, sistem perdagangan dengan mekanisme lelang berkesinambungan (*continuous auction*), jenis pasar yang digunakan dan tata cara penyelesaian dan penjaminan transaksi efek tersebut.

Dari sisi hukum bisnis Islam (*fiqh*), keseluruhan transaksi baik transaksi di bursa maupun di luar bursa harus tunduk kepada hukum Islam tentang transaksi. Sebelum menjadi istilah dalam *capital and financial market* dengan segala distorsinya akibat berbagai penyalahgunaan, *Trading* secara substansi merupakan aktivitas jual beli atau *bay'*. Prinsip umum *sharī'ah* dalam jual beli yang dirumuskan oleh para ulama sebagaimana teori *trading* yang dikemukakan oleh Wahbah Az-Zuhaili dalam *al-Fiqh al-Islami wa Adillatuhu* yaitu:<sup>218</sup>

1. Pada dasarnya diperbolehkan transaksi jual beli sebagai salah satu sarana yang baik dalam mencari rezki. (QS. al-Baqarah: 194, an-Nisa': 29)
2. Barang ataupun instrumen yang diperjualbelikan itu harus halal sehingga dilarang memperjualbelikan barang haram seperti miras, narkoba, bunga bank ribawi. (QS. al-Maidah:

---

<sup>218</sup>Wahbah Zuhaili, *Al-Fiqh Islamy wa Adilatuhu, Juz IV*, (Beirut ; Dar al Fikr, 1989), 466

3, 90)

3. Bermanfaat dan bermaslahat dengan adanya nilai guna bagi konsumen maupun pembeli serta tidak membahayakan.
4. Barang yang diperjualbelikan dapat diserahkan, baik secara langsung keseluruhan maupun secara simbolis
5. Barang yang diperjualbelikan harus jelas keadaannya, sifat-sifatnya, kualitasnya, jumlah dan satuannya dan karakteristik lainnya.
6. Dilakukan proses “ijab qabul” baik dalam arti tradisionalnya maupun modern. seperti dalam paper trading yang menampilkan dokumen dagang berupa kertas maupun elektronik trading/ e-commerce yang menampilkan data komputer dan data elektronik lainnya (paperless trading). Kedua media tersebut substansinya menunjukkan sifat barang, mutu, jenis, jaminan atas kebenaran data dan dokumenserta bukti kesepakatan transaksi (dealing).
7. Transaksi dilangsungkan atas dasar saling sukarela (‘an tarâḍin), kesepahaman dan kejelasan. (QS. an-Nisa’: 29).
8. Tidak ada unsur penipuan maupun judi (gambling). (QS. al-Baqarah: 278, al-Maidah: 90).
9. Adil, jujur dan amanat (QS. al-Baqarah: 278)
10. Dalil umum transaksi jual-beli dalam Allah berfirman: “...dan Allah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba...” (QS. al-Baqarah: 275). “Hai orang yang beriman! Janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil, kecuali dengan jalan perniagaan

yang berlaku dengan suka samasuka di antara kamu,...” (QS. an-Nisa’: 29). “Hai orang yang beriman! Penuhilah akad-akad itu...” (QS. al-Ma’idah: 1). “...kamu tidak (boleh) menganiaya dan tidak(pula) dianiaya” (QS. al-Baqarah: 279).

Merujuk beberapa Fatwa DSN-MUI terkait pasar modal shari’ah antara lain Fatwa DSN-MUI Nomor 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksa Dana shari’ah Fatwa DSN-MUI nomor: 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Pasar Modal, Fatwa DSN-MUI Nomor 65/DSN-MUI/III/2008 tentang Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu dan Fatwa DSN-MUI Nomor: 66/DSN-MUI/III/2008 tentang Waran shari’ah, dan penjelasan nara sumber DSN-MUI diungkapkan bahwa pada dasarnya transaksi Efek shari’ah di pasar sekunder diperbolehkan. Hal ini dengan argumentasi bahwa transaksi di bursa merupakan bagian dari mu’āmalah sehingga hukum asalnya diperbolehkan kecuali ada hal-hal yang dilarang. Selanjutnya, proses transaksi di bursa merupakan suatu kelaziman dimana di setiap negara yang mempunyai Bursa Efek akan melaksanakan transaksi dengan tata cara dan prosedur yang relatif sama.

Kebolehan dari pelaksanaan transaksi tersebut juga telah diberikan oleh AAOIFI Nomor 21 tentang Surat Berharga (Financial Papers). AAOIFI sebagai satu-satunya standard setter syariah di dunia telah menyatakan bahwa jual beli saham

diperbolehkan. Hal ini dapat diartikan bahwa transaksi saham di bursa juga telah diperbolehkan. Namundemikian, meskipun diperbolehkan dan merupakan suatu kelaziman, terdapat beberapa hal yang perlu diperhatikan dalam transaksi di bursa yaitu perlu adanya batasan-batasan bahwa transaksi tersebut telah sesuai shari'ah atau tidak.

Salah satu nara sumber DSN menyatakan bahwa dalam transaksi di bursa diperlukan fatwa MUI untuk memberikan kepastian atas kesyariahan transaksi di bursa. Hal ini sejalan dengan argumentasi bahwa setiap kegiatan (amal) perlu adanya aturan (hukum), sehingga kegiatan perdagangan saham/efek shari'ah di Bursa perlu dibuatkan fatwa kesyariahan atas transaksi tersebut. Namun demikian, untuk sampai pada penyusunan fatwa tersebut, perlu dipahami terlebih dahulu secara lebih mendasar hal-hal yang dilakukan dalam mekanisme perdagangan tersebut.

Emisi-emisi sukuk yang diterbitkan korporasi selalu berbarengan (ditandom) dengan obligasi konvensional kecuali emisi sukuk korporasi yang murni shari'ah seperti Bank Muamalah. Biasanya korporasi yang membutuhkan dana akan menerbitkan obligasi konvensional secara keseluruhan, namun mereka kemudian diberikan pilihan untuk sebagian kebutuhan pendanaannya menggunakan sukuk. misal korporasi X membutuhkan dana Rp. 1.000.000.000.000,- dengan menerbitkan obligasi, maka disarankan tidak seluruhnya berupa obligasi tetapi ada emisi sukuk yang diterbitkan meski hanya sebagian kecil,

misal Rp. 200.000.000.000,-. Oleh karena itu, patut diberikan apresiasi kepada pihak-pihak yang berupaya mengembangkan produk-produk shari'ah di Pasar Modal.

Variasi sukuk dipraktekkan di BEI hanya dua varian, yaitu sukuk Muḍarabah dan Sukuk Ijārah. Namun akad yang paling umum dipakai adalah akad ijārah.atau sukuk ijarah karena beberapa alasan sebagai berikut:

1. Sukuk *ijārah* paling mudah dipahami, dipersepsikan dan paling mudah dijual.
2. Secara investasi dalam instrument keuangannya valuasi harga sukuk *ijārah* paling mudah dan jelas dibanding dengan sukuk *Muḍarabah* yang belum memiliki valuasi harga tersendiri.
3. Sukuk *ijārah* paling mudah dipasarkan sebab sangat mirip dengan obligasi konvensional dikarenakan penetapan *ujrah/fee* pada sukuk ijarah mengacu pada bunga pasar (*market rate*).

Dewan Shari'ah Nasional berpendapat bahwa bunga pasar (*market rate*) pada sukuk tidak bisa dihindari dan dibolehkan. DSN berpedoman bahwa para ulama juga tidak semuanya mengharamkan bunga selama bunga hanya dijadikan sebagai *benmarch* (acuan) dalam menetapkan besarnya *ujrah*. Sedangkan akad adalah berbeda dengan proses penetapan keuntungan yang mengacu pada *market rate*. Menurut Kanny Hidayat, penetapan tingkat

keuntungan/ujrah/fee sukuk yang mengacu pada market rate atau tingkat bunga yang berlaku di pasar sangat didukung oleh kondisi sebagai berikut:

1. Sukuk korporasi yang diterbitkan selalu berbarengan dengan obligasi konvensional sehingga penetapan keuntungan harus mengacu pada bunga yang berlaku di pasar
2. Instrumen keuangan *shari'ah* belum memiliki valuasi harga khusus berbasis syari'ah untuk menetapkan besarnya tingkat keuntungan sukuk maupun produk-produk keuangan *shari'ah* lainnya atau belum memiliki *benchmark* untuk menentukan tingkat keuntungan yang *shari'i*. Hal ini bukan hanya terjadi di Indonesia tetapi di seluruh dunia yang menawarkan produk keuangan *shari'ah* termasuk perbankan *shari'ah* di Indonesia
3. Adanya proses *book building* yang dilakukan emiten untuk mengevaluasi tingkat keuntungan yang diminati oleh investor, sehingga tetap harus mengacu pada bunga yang berlaku di pasar. Karena minat para investor dalam berinvestasi selalu melihat seberapa besar tingkat keuntungan yang akan diperolehnya melalui besarnya tingkat bunga yang ditawarkan. Sepanjang akad yang digunakan adalah akad *shari'ah*, maka diperkenankan standart pengambilan keuntungan sukuk berdasarkan bunga yang baik yang mengikuti standart bunga SIBOR (*Singapore Interbank Offered Rate*), LIBOR (*London Interbank Offered Rate*) maupun JIBOR (*Jakarta Interbank Offered Rate*).

Menurut Kanny Hidayat,<sup>219</sup>Rounding atau lingkungan sistem perekonomian di Indonesia berbasis bunga sehingga produk shari'ah juga tidak bisa lepas dari sistem tersebut. Kanny menegaskan, bahwa emisi sukuk yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia tidak jauh berbeda dengan obligasi konvensional. Namun ada beberapa perbedaan di antara keduanya, yaitu:

Pertama, bentuk akad yang digunakan dalam sukuk berbeda dengan obligasi, sehingga perjanjian/ akad perwaliamanatan sukuk dibuat terpisah dengan obligasi karena memiliki klausul yang berbeda, hanya prospektusnya yang digabungkan. Hal ini boleh dilakukan karena prospektus bukanlah akad tetapi hanya informasi dari korporasi untuk publik tentang prospek usaha yang dilakukan dalam rangka penawaran umum obligasi dan sukuk.

Kedua, pada sukuk ijarah mensyaratkan adanya underlying asset atau barang yang akan disewakan. Nilai underlying asset tidak boleh melebihi nilai sukuk yang diperdagangkan tetapi harus ada selisih yang signifikan antara nilai sukuk dengan nilai underlying asset-nya sehingga ada ruang yang aman jika terjadi resiko yang tidak terduga. Contohnya, nilai sukuk Rp.100,- maka nilai underlying asset-nya minimal Rp. 75,-.

Ketiga, Penggunaan bunga pada sukuk semata-mata digunakan untuk kepentingan acuan pengambilan keputusan tentang besarnya tingkat keuntungan dengan tetap

---

<sup>219</sup>Kanny Hidayat, Tim Ahli Dewan Syari'ah Nasional-Majelis Ulama Indonesia



mengedepankan kesepakatan para pihak yang terlibat dalam kontrak. Tidak ada cara lain karena “we don’t have any Islamic market rate”.

Penulis-pun meragukan efektifitas berlakunya Islamic rate dalam situasi lingkungan ekonomi berbasis bunga dan perilaku para pelaku ekonomi yang senantiasa melihat keuntungan atas investasinya dengan membandingkan tingkat bunga mana yang lebih besar atau lebih menguntungkan. Sehingga walaupun sistem keuangan Islam telah memiliki market rate sendiri tetap akan sulit terlepas dari sistem bunga. Namun demikian, kita tidak boleh berdiam diri tanpa melakukan apapun. Instrumen keuangan Islam harus tetap bisa dilaksanakan dengan segala kekurangannya, tanpa menunggu hingga sempurna. Keterbatasan dan kekurangannya bisa diperbaiki sambil jalan, yang penting instrumen keuangan syari’ah bisa diterima dengan baik oleh masyarakat dengan berbagai keterbatasannya. Karena hingga sampai sekarang kekurangan tersebut belum menemukan jalan keluarnya. Sepanjang benchmark bunga hanya sebatas tools untuk menuju pada satu titik angka yang disepakati oleh para pihak. Keterkaitan bunga dengan investasi syari’ah dalam perspektif fiqh dapat dianalisa dari ilustrasi sebagai berikut: misal seseorang menjual dua barang dengan jenis yang berbeda, barang yang satu barang haram, sedangkan yang lainnya barang halal. Maka barang yang haram tidak menisbatkan terhadap pendapatan dari penjualan barang yang halal.

Demi menjamin kesyariahan sukuk, DSN melalui tim ahli

syari'ah di pasar modal melakukan pengamatan dan verifikasi terhadap proses akad, penentuan dan penilaian underlying asset sukuk agar sesuai prinsip-prinsip shari'ah

Berdasarkan pengamatan yang penulis dilakukan, ditemukan berbagai isu-isu syariah pada perdagangan efek terdiri dari banyak hal. Beberapa hal yang menjadi topik diskusi antara lain pembukaan rekening, pelaksanaan order yang dilakukan perantara(broker, pialang atau trader), pelaksanaan transaksi melalui mekanisme perdagangan secara lelang berkesinambungan (continuous auction) dan penyelesaian transaksi pada T+3. Selanjutnya, isu syariah juga muncul ketika proses netting dan novasi dalam kliring dan penjaminan transaksi efek. Oleh karena itu, berikut akan dilakukan analisis untuk mengetahui aspek kesyariahan pelaksanaan perdagangan efek Syariah di pasar modal Bursa Efek Indonesia seputar isu-isu tersebut.

### **1. Analisis Aspek *Fiqh* Pada Tahap Pembukaan Rekening dan Penyampaian Order dalam Perdagangan Sukuk.**

Dalam transaksi sukuk di Bursa Efek Indonesia, nasabah tidak secara langsung melakukan transaksi jual atau beli dengan nasabah lainnya, tetapi melalui Perantara Pedagang Efek (PE). Hal ini juga terjadi pada pelaksanaan transaksi Efek dimana Perantara Pedagang Efek melaksanakan order transaksi Efek dari nasabah. Order nasabah diteruskan oleh Perantara Pedagang Efek ke sistem perdagangan Bursa Efek oleh *floor trader* yang ada di lantai bursa atau *dealer* di kantor PEAB secara jarak

jauh (*remote trading*), atau juga diteruskan langsung ke sistem perdagangan melalui sistem *online trading*.

Pada saat nasabah akan melakukan transaksi Efek, nasabah tersebut diwajibkan untuk membuka rekening terlebih dahulu di PE Anggota Bursa (AB). Pembukaan rekening juga dimungkinkan dilakukan secara tidak langsung yaitu melalui PE nonAB yang mempunyai kerja sama dengan PE AB. Pembukaan rekening tersebut dilakukan dengan cara mengisi formulir pembukaan rekening. Di dalam formulir tersebut terdapat pernyataan yang tegas bahwa transaksi tidak dapat dilakukan secara langsung oleh nasabah. Namun demikian, nasabah merupakan pihak yang mempunyai wewenang penuh untuk melakukan transaksi sehingga setiap transaksi yang akan dilakukan oleh AB harus didukung oleh persetujuan dari nasabah terlebih dahulu. Dalam rangka pelaksanaan instruksi transaksi Efek oleh nasabah tersebut, AB mengenakan biaya transaksi (*fee broker*) kepada nasabahnya berkisar antara 0,2% s.d. 0,5% dari nilai transaksi baik untuk transaksi beli maupun transaksi jual.<sup>220</sup>

Selanjutnya, penyampaian order oleh nasabah untuk melakukan pembelian dan penjualan Efek di bursa dapat dilakukan baik secara *manual*, *remote* atau *online*. Dalam mekanisme penyampaian order secara manual, nasabah datang langsung ke galeri AB untuk memberikan instruksi

---

<sup>220</sup>Ibid.,

jual atau beli atas transaksi Efek di bursa. Instruksi tersebut akan diproses oleh trader yang ada di lantai bursa dengan memasukkan instruksi dimaksud ke JATS. Sementara itu dalam mekanisme penyampaian order secara *remote* dan *online*, fungsi dari trader yang ada di lantai bursa digantikan oleh sistem yang dikenal dengan nama e-SPis. Pelaksanaan *input* data ke e-SPis dilakukan dari kantor/sistem di Perusahaan Efek yang langsung terhubung ke sistem perdagangan di bursa yaitu *Jakarta Automated Trading System* (JATS).

Berkenaan dengan transaksi pembukaan rekening nasabah pada Perusahaan Efek dan penyampaian order tersebut, karakteristik transaksiya dapat dikategorikan sebagai transaksi yang dilakukan melalui *wakil* (akad *wakalah*<sup>221</sup>). Hal ini didukung oleh adanya pernyataan dalam pembukaan rekening nasabah bahwa transaksi di bursa tidak dapat dilakukan secara langsung oleh nasabah. Berdasarkan hal tersebut, nasabah memberikan *wakalah* kepada PE AB untuk melakukan transaksi di bursa dan PEAB memperoleh *fee* atau *ujrah* atas pelaksanaan transaksi tersebut.

Selanjutnya, mekanisme penyampaian order secara manual, *remote* dan *online* dengan menggunakan sistem JATS merupakan kemudahan yang diberikan oleh teknologi dalam rangka meningkatkan *maṣlahah* atau

---

<sup>221</sup> Wakalah adalah sebuah transaksi di mana seseorang menunjuk orang lain untuk menggantikan dalam mengerjakan pekerjaannya/urusannya ketika masih hidup. Abdul Rahman Ghazali, Ghufroon Ihsan dan Sapiudin Shidiq, *Fiqh Muamalat* (Jakarta: Kencana, 2010),187

manfaat bagi para pihak yang terlibat dalam transaksi efek di bursa.

Dalam pengamatan penulis, transaksi di bursa baik yang dilakukan secara manual, *remote* atau *online* merupakan transaksi tidak langsung namun melalui Perantara Pedagang Efek yang menjadi Anggota Bursa (AB). Sehingga transaksi di bursa merupakan transaksi antar AB. Oleh karena itu, dalam transaksi di bursa peran AB adalah sebagai wakil dari nasabah yang secara substansi merupakan bagian komponen dalam akad *wakalah*. Berdasarkan akad tersebut, AB akan menerima *fee* (upah) *wakalah* dari para nasabah. *Wakalah* secara bahasa berarti menjaga (*al-hifzu*) atau pemberian kuasa (*altafwiz*). Para ulama sepakat membolehkan *wakalah* di dalam hal jual beli baik dengan upah atau tidak.

DSN-MUI sebagai lembaga yang mengeluarkan fatwa berkaitan dengan muamalah telah mengeluarkan Fatwa Nomor 10/DSNMUI/IV/2000 tentang *Wakalah*. Dalam fatwa tersebut diputuskan antara lain bahwa *wakalah* dengan imbalan bersifat mengikat dan tidak boleh dibatalkan secara sepihak. Selain itu juga diputuskan bahwa hal-hal yang diwakilkan harus diketahui dengan jelas oleh orang yang diwakili, tidak bertentangan dengan *shari'ah* Islam dan dapat diwakilkan menurut *shari'ah* Islam.

Adapun beberapa pendapat ulama tentang upah atau bayaran perantara atau *broker* adalah sebagai berikut:

- a. Ibnu Qudamah dalam kitab *al-Mughni wa as-Sharhu al Kabîr* sebagaimana disebutkan oleh Sha'ban Muhammad Islam al-Barwary menyatakan: “seseorang boleh memberikan bayaran kepada perantara untuk membelikannya selebar pakaian “ dan jika dia memberikan bayaran untuk menjual selebar pakaian tersebut, sah hukumnya”
- b. Al-Asqalani dan Ibnu Hajar dalam kitab *Fathul Barri* pada bab *ujrah assimsarah* sebagaimana disebutkan oleh Sha'ban Muhammad Islam al-Barwary menyatakan: “Ibnu Sirin dan Ibrahim berkata,”Tidak ada permasalahan dengan bayaran perantara apabila dia membeli secara tunai.”

Pembelian secara tunai dimaksud adalah transaksi perdagangan secara langsung yang berakhir dengan perpindahan kepemilikan obyek transaksi dari pihak penjual kepada pembeli. Namun dalam transaksi di Bursa Efek Indonesia, yang dimaksud transaksi dengan mekanisme lelang berkesinambungan (*continuous auction*) bukan transaksi langsung dan tunai tetapi transaksi tidak langsung (melalui broker dengan wakalah) bukan tunai. Dikatakan bukan transaksi tunai karena pada prinsipnya transaksi di Bursa Efek diperuntukan untuk pembiayaan jangka panjang antara emiten dengan investor dengan batas waktu tertentu yang disepakati dan akan dibeli kembali oleh emiten pada saat jatuh tempo.

## 2. Analisis Aspek *Fiqh* Pada Tahap Pemrosesan dan Pelaksanaan Order Transaksi Sukuk

Order yang telah disampaikan oleh Anggota Bursa (AB) dalam sistem perdagangan baik secara manual, remote maupun online akan diproses pada sistem JATS secara elektronik. Pemrosesan tersebut dilakukan melalui mekanisme lelang berkesinambungan (continuous auction) dengan memperhatikan prioritas harga (price priority) dan prioritas waktu (time priority). Mekanisme yang ada pada lelang Efek di Bursa Efek memungkinkan pihak yang melakukan penawaran terakhir mendapat prioritas karena harga permintaan beli yang lebih tinggi dari investor sebelumnya, atau harga penawaran jual lebih rendah dari investor lain. Dalam pelaksanaan lelang tersebut, AB tidak mengetahui pihak yang menjadi lawan transaksinya. Pihak lawan transaksi baru akan dapat diketahui setelah transaksi yang dilaksanakan telah matched. Proses lelang tersebut akandiakhiri dengan bertemunya (matching) permintaan beli dan penawaran jual melalui sistem komputer BEI. Pada saat matching di sistem JATS, transaksi Efek dikatakan mengikat dan hanya dapat dibatalkan apabila disetujui oleh PE AB beli, PE AB jual, dan Bursa Efek.

Pelaksanaan transaksi lelang telah juga dilakukan pada jaman Rasulullah SAW. Hal ini dapat dilihat dalam Hadith Nabi yang diriwayatkan oleh Abu Dawud dan Ibn Majah dari Anas bin Malik. Dalam hadith tersebut antara lain dijelaskan bahwa Rasulullah SAW pernah melakukan

lelang atas selebar hils (alas yang biasanya digelarkan di rumah), dan sebuah qa'b (qadah, gelas) milik seorang laki-laki dari kaum Anshor. Dalam lelang tersebut, Rasulullah menyerahkan kedua benda tersebut kepada penawar dengan harga yang lebih tinggi. Dalam hadits yang diriwayatkan oleh Imam Al Bukhori dari A'ta menyatakan bahwa saya menyaksikan masyarakat bersama dengan Rasûlullah SAW menemukan bahwa tidak ada yang salah dengan penjualan rampasan perang secara lelang. Ibnu Abi Syaiba dan Sa'id Ibnu Mansur meriwayatkan bahwa Mujahid mengatakan "Tidak ada yang haram dalam penjualan dengan lelang.

Selanjutnya, pendapat Wahbah al-Zuhaili dalam *Al-Fiqh al-Islâmy wa Adilatuhu* menyatakan bahwa pendapat yang paling benar adalah kebolehan tanpa syarat dari penjualan dengan lelang.<sup>222</sup> Pembuktian dari pendapat ini adalah bahwa gelas dan tikar kecil disebutkan dalam hadits Anas bukan hadiah dan warisan. Oleh karena itu, hal-hal yang disebutkan di atas harus diinterpretasikan terhadap penerapan kebolehan untuk semua hal yang secara tradisi dijual dengan caralelang.

Uraian di atas menunjukkan bahwa pada dasarnya transaksi jual beli secara lelang tidak dilarang dalam Islam. Transaksi lelang yang dilakukan oleh Rasulullah SAW tersebut juga membuktikan bahwa pada dasarnya transaksi

---

<sup>222</sup>Wahbah Zuhaili, *Al-Fiqh Islamy wa Adilatuhu*, Juz IV, (Beirut ; Dar al Fikr, 1989),506



lelang telah dikenal pada jaman Rasulullah SAW meskipun masih sangat sederhana. Namun demikian, untuk lebih memastikan bahwa continuous auction telah sesuai dengan prinsip-prinsip syariah, kita perlu mengetahui lebih detail mekanisme transaksi lelang tersebut dan perlu penilaian DSN-MUI melalui fatwanya mengenai transaksi lelang dimaksud yang hingga saat ini belum ada. Karena sesungguhnya transaksi lelang yang dilakukan Rasulullah memiliki konteks yang berbeda. Konteks lelang pada masa Rasulullah tidak ada celah untuk spekulasi, sedangkan transaksi lelang di bursa efek berpeluang lebar terjadi spekulasi.

### **3. Analisis Aspek *Fiqh* Pada Tahap Kliring, Penjaminan dan Penyelesaian**

Kliring, penjaminan, dan penyelesaian transaksi bursa merupakan lanjutan kegiatan transaksi yang terjadi di Bursa Efek. Kliring merupakan proses penentuan hak dan kewajiban Anggota Kliring (AK) yang timbul di transaksi bursa. Kliring oleh KPEI dilakukan dengan dua cara yaitu netting dan per transaksi. Pada kliring secara netting maka seluruh hak dan kewajiban suatu AK baik Efek maupun dana akan di hitung secara kumulatif sehingga terlihat kewajiban berupa saldo yang wajib diserahkan dan atau diterima AK tersebut. Pada kliring secara per-transaksi, maka hak dan kewajiban setiap AK di hitung masing-masing dan terpisah atas setiap transaksi.

Penjaminan merupakan kegiatan yang dilakukan dalam rangka memastikan dipenuhinya hak dan kewajiban bagi Anggota Kliring (AK) yang timbul dari transaksi bursa. Fungsi penjaminan bertujuan memberi kepastian terselenggaranya transaksi Bursa bagi AK yang sudah memenuhi kewajibannya, kepastian waktu penyelesaian, dan penurunan frekuensi kegagalan penyelesaian transaksi. Dalam pelaksanaan kegiatan tersebut maka KPEI merupakan mitra pengimbang sentral (central counterparty) dalam kegiatan kliring dan penyelesaian transaksi terhadap Perusahaan Efek selaku Anggota Bursa. KPEI bertindak selaku novator yang akan menjadi pembeli dengan AK jual, dan menjadi penjual dengan AK beli.

Pada praktiknya dana jaminan dikelola dan diadministrasikan oleh KPEI untuk menjamin pemenuhan kewajiban Anggota Kliring setelah agunan berupa hak terima atas efek dan atau uang, dan agunan lain Anggota Kliring serta cadangan jaminan, tidak mencukupi untuk memenuhi kewajiban Anggota Kliring kepada KPEI. Dalam rangka pelaksanaan penjaminan tersebut KPEI akan memungut dana jaminan sebesar adalah 0,01% dari nilai setiap transaksi di bursadan tidak membedakan besarnya nilai dana jaminan bagi nasabah baru ataupun lama.

Dana jaminan tersebut dikelola dalam bentuk deposito berjangka, Surat Utang Negara (SUN) dan surat berharga lainnya. Dalam rangka penyelesaian transaksi,

maka berdasarkan instruksi penyelesaian (settlement instructions), KSEI melakukan pemindah bukuan, baik Efek maupun dana pada rekening Efek PE AB. Dalam rekening Efek PE AB jual, terjadi proses dimana posisi sejumlah Efek yang akan diserahkan dalam sub-rekening nasabah jual dipindahkan ke rekening serah PE AB yang selanjutnya diteruskan ke rekening KPEI.

Penyelesaian transaksi untuk pasar regular dilakukan pada T+3, dan transaksi dikatakan mengikat di antara para pihak yang bertransaksi pada saat bertemu (matched) di sistem JATS yaitu (T+0). Perbedaan waktu penyelesaian dan pengikatan transaksi mengakibatkan para pihak yang bertransaksi baru dapat menggunakan Efek atau dana secara fisik pada (T+3), walaupun secara hukum, hak itu telah melekat pada para pihak yang bertransaksi pada (T+0). Sebagai contoh suatu Emiten akan menerbitkan hak memesan Efek Terlebih Dahulu atau HMETD dengan tanggal perdagangan saham dengan HMETD untuk pasar regular dilaksanakan pada tanggal 28 Januari 2013 atau (T+0), dan penyelesaian transaksi dilakukan pada tanggal 2 Februari 2013 (T+3). Tanggal 2 Februari 2013 tersebut merupakan tanggal pencatatan (recording) bagi pemegang saham yang berhak atas HMETD dan juga pelaksanaan perdagangan saham dengan HMETD untuk pasar tunai.

Dari contoh tersebut dapat kita ketahui bahwa pihak yang berhak atas HMETD adalah pihak yang melakukan

transaksi saham pada (T+0) bukan pada saat penyelesaian (T+3). Terkait dengan proses kliring dan penjaminan oleh KPEI hal yang perlu diperhatikan dari prinsip shari'ah adalah terkait dengan proses netting yang mencampurkan semua hak dan kewajiban, proses novasi berupa peralihan hubungan transaksi antara AK jual dengan AK beli kepada KPEI.

Dalam proses netting, besarnya hak dan kewajiban AB beli atau AB jual atas Efek maupun dana dilakukan melalui penghitungan besarnya nilai setiap transaksi jual dan beli atas Efek dan dana yang dibutuhkan untuk transaksi tersebut. Oleh karena itu, dalam proses netting AB akan menjadi pihak yang berpiutang dan pihak yang berutang sekaligus. Dalam rangka menentukan besarnya nilai hak dan kewajiban akhir atas dana dan Efek tersebut, terlebih dahulu akan terjadi pengalihan utang piutang untuk memperoleh besarnya hak dan kewajiban AB.

Dalam fiqh mu'āmalah, secara umum pengalihan utang piutang sering disebut dengan *ḥawalah*. Beberapa syarat dalam *ḥawalah* yang harus dipenuhi sehingga suatu transaksi *ḥawalah* tidak bertentangan dengan prinsip shari'ah adalah sebagai berikut: para pihak yang bertransaksi atau aktor transaksiator harus berkompeten, persetujuan para pihak atas transaksi *ḥawalah*, persetujuan kreditor dan pihak yang menerima pengalihan utang (*transferee*) harus diberikan pada saat kontrak, subyek

transaksi hawalah harus utang (ad-dayn) dan bukan barang yang spesifik ('ain).<sup>223</sup> Selanjutnya, berdasarkan mayoritas mazhab fiqh, transferee (muḥal 'alayh) wajib mempunyai utang kepada pengutang pertama (principal debtor/muḥil) dan principaldebtor (muḥil) harus mempunyai utang kepada kreditor (muhal).<sup>224</sup>

Pada saat KPEI mengambil alih hak dan kewajiban para AK dalam novasi, transaksi hawalah juga dilakukan di dalamnya. Oleh karena itu, syarat dari transaksi hawalah akan berlaku pula dalam kegiatan novasi, sehingga kegiatan tersebut mirip dengan transaksi hiwalah.

KPEI juga melakukan kegiatan penjaminan dalam rangka memberikan kepastian hak dan kewajiban dari AK yang bertransaksi. Secara umum, dalam fiqh muamalah kegiatan penjaminan tersebut sering disebut dengan kafalah. Beberapa syarat kafalah yang perlu dipenuhi adalah adanya pihak penjamin (KPEI), pihak berutang dan berpiutang (AK belidan AK jual), dan adanya obyek penjaminan (Efek atau dana).

Jaminan yang diberikan oleh AK tersebut akan dikelola oleh KPEI. Pengelolaan dalam bentuk deposito berjangka di bank konvensional akan menimbulkan percampuran antara dana jaminan dari AK dengan dana-

---

<sup>223</sup>Abdullâh bin Muhammad Aṭ-ṭayyar, *Ensiklopedi Muamalah*, (Yogyakarta: Maktabah al-Hanif, 2009), 215

<sup>224</sup>Wahbah Zuhailly, *Al-Fiqh Islamy wa Adilatuhu, Juz.V*, (Beirut ; Dar al Fikr, 1989), 163

dana ribawidi bank tersebut. Hal ini mengakibatkan dana jaminan tersebut mengandung riba dan bertentangan dengan prinsip syariah. Namun demikian, untuk menentukan kesyariahan dari kegiatan netting, novasi dan penjaminan tersebut perlu dilakukan kajian lebih lanjut dan pembahasan secara detail dengan melibatkan DSN-MUI sebagai satu-satunya lembaga yang memiliki otoritas mengeluarkan fatwa tentang keuangan syariah di Indonesia.

Selain dari beberapa hal yang telah diuraikan di atas, transaksi bursa juga mengenal dan melaksanakan transaksi derivatif seperti short selling, margintrading, pinjam meminjam Efek, dan REPO. Berdasarkan fatwa DSN-MUI nomor 40/DSN-MUI/X/2003 disebutkan antara lain bahwa transaksi yang dilarang antara lain meliputi ba' al-ma'dum (short selling), margin trading, dan transaksi transaksi lain yang mengandung unsur *ḍarar*, *gharar*, *riba'*, *maysir*, *rishwah*, *maksiat* dan *kezaliman*. Oleh karena itu, pelaksanaan transaksi derivatif tersebut masih dikategorikan sebagai transaksi yang dilarang.

### **C. Pembahasan Tentang Keterlibatan Kelembagaan Pasar Modal Dalam Penerbitan sukuk di BEI**

Penerbitan sukuk di Bursa Efek Indonesia (BEI), melibatkan semua kelembagaan dalam pasar modal yang saling terkait satu dengan yang lainnya serta memiliki peran masing-masing. Ada yang terlibat dalam proses pendaftaran, pencatatan, penawaran umum, perdagangan, penjaminan dan penyelesaian

transaksi sukuk

Kelembagaan di pasar modal adalah sebuah sistem yang merupakan rangkaian unit-unit kelembagaan. Satu lembaga sebagai bagian atau elemen-elemen dari berbagai fungsi yang berbentuk integrasi secara menyeluruh dalam sebuah sistem. Maka menafikan satu unit atau elemen lembaga membuat sistem tidak berjalan.

Dimulai dari perencanaan penerbitan sukuk, emiten terlebih dahulu harus menyusun prospektus sukuk dengan dibantu oleh Penjamin Emisi (underwriter). Underwriter membantu emiten untuk melakukan penawaran umum termasuk *due diligence* yang diperlukan, membantu emiten menyiapkan pernyataan pendaftaran dan menyampaikannya kepada Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam-LK) atau Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Pada proses penyusunan prospektus sukuk juga melibatkan Wali Amanat, karena dalam proses ini bentuk akad yang mendasari sukuk ditentukan bersama Wali Amanat yang berperan mewakili kepentingan investor. Dalam proses ini perusahaan *go public* penerbit sukuk harus sudah mendapat penilaian dari perusahaan Pemeringkat Efek (*rating agencies*) untuk memberikan opini tentang kemampuan perusahaan dalam melakukan kewajiban mengembalikan pokok pinjaman dan bunganya (*fee*).

Proses berikutnya menyampaikan pendaftaran kepada Bapepam-LK atau OJK. Dalam mengajukan pernyataan pendaftaran emisi efek, Penjamin Emisi membantu

menyelesaikan tugas administrasi yang berhubungan dengan pengisian dokumen pernyataan pendaftaran emisi efek, penyusunan prospektus, merancang spesimen efek, dan mendampingi emiten selama proses evaluasi. Mengatur penyelenggaraan emisi (pendistribusian efek dan menyiapkan sarana-sarana penunjang).

Setelah Bapepam/OJK menyatakan efektif pernyataan pendaftaran, barulah sukuk didaftarkan dan dicatatkan di Bursa Efek Indonesia sebagai pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana mempertemukan penawaran jual dan beli efek dan pihak-pihak lain dengan tujuan untuk memperdagangkan efek di antara mereka karena hanya efek-efek yang didaftarkan dan dicatatkan yang dapat diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Sukuk yang telah tercatat di BEI selanjutnya diperdagangkan di lantai bursa. Perdagangan atau transaksi efek di BEI tersebut hanya dapat dilakukan oleh Perantara Pedagang Efek yang menjadi Anggota Bursa (AB) di BEI. Perantara Pedagang Efek, seringkali disebut juga pialang atau broker dealer, adalah pihak yang melakukan kegiatan usaha jualbeli efek untuk kepentingan sendiri atau pihak lain. Mekanisme perdagangan (trading) efek di Bursa Efek tidak dapat langsung terjadi antara investor beli dengan investor jual. Proses trading bursa efek harus lewat perantara yang disebut dengan Wakil Perantara Perdagangan Efek (WPPE). Mereka adalah pihak yang melakukan kegiatan usaha jual-beli efek untuk



kepentingan sendiri atau pihak lain, melaksanakan semua order baik beli maupun jual dari nasabahnya dengan mendapatkan biaya jasa perantaraan efek (brokerage fee). Perdagangan sukuk ini, dilakukan di pasar Reguler atau pasar Sekunder karena transaksi sukuk tidak melewati pasar primer atau pasar perdana tetapi langsung diperdagangkan di pasar Sekunder.

Setelah sukuk terjual proses selanjutnya dilakukan oleh KPEI sebagai pihak yang menyelenggarakan jasa kliring dan penjaminan transaksi bursa atau disebut PT. Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI).. Proses kliring yang dilakukan KPEI dimaksudkan agar setiap Anggota Kliring (AK) mengetahui hak dan kewajiban baik berupa efek maupun dana yang harus diselesaikan pada tanggal penyelesaian.

Penyelesaian transaksi sukuk juga melibatkan Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) merupakan Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP) di pasar modal Indonesia. KSEI memberikan layanan jasa penyimpanan dan penyelesaian transaksi efek, meliputi: penyimpanan efek dalam bentuk elektronik, penyelesaian transaksi efek, administrasi rekening efek, distribusi hasil corporate action, dan jasa-jasa terkait lainnya. Emiten yang efeknya terdaftar di KSEI menggunakan jasa KSEI untuk mengadminstrasikan efek yang telah mereka keluarkan, antara lain untuk memperoleh data pihak-pihak yang menjadi pemegang efeknya dan sebagai bagian dari proses distribusi aksi korporasi. Biro Adiministrasi Efek (BAE) sebagai pihak yang mengelola efek emiten menggunakan jasa KSEI

dalam membantu mereka mengelola efek Emiten yang tersimpan di KSEI. Jasa KSEI yang digunakan oleh BAE salah satunya adalah penyediaan informasi mengenai data kepemilikan efek Emiten yang dikelolanya.

Mengingat KSEI sebagai lembaga non perbankan tidak dapat menjalankan fungsi pemindah bukuan dana, terutama untuk transaksi yang terkait dengan penerimaan dan pembayaran dana kepada pemakai jasa, maka KSEI bekerjasama dengan Bank Kustodian yang akan bertindak sebagai tempat penitipan kolektif dan dari asset seperti saham, obligasi atau sukuk serta melaksanakan tugas administrasi seperti menagih hasil penjualan, menerima deviden, mengumpulkan informasi mengenai perusahaan acuan seperti misalnya rapat umum pemegang saham tahunan, menyelesaikan transaksi penjualan dan pembelian serta menyajikan laporan atas seluruh aktivitasnya sebagai Kustodian kepada kliennya. Sehingga investor pemegang sukuk bisa mendapatkan informasi tentang pendapatan fee/ profit dari aktivitas investasi sukuknya melalui rekening yang tersimpan di Bank Kustodian.

Keterlibatan kelembagaan di pasar modal dalam penerbitan sukuk membentuk sebuah sistem yang merupakan rangkaian unit-unit kelembagaan. Satu lembaga sebagai bagian atau elemen-elemen dari berbagai fungsi yang berbentuk integrasi secara menyeluruh dalam sebuah sistem. Maka menafikan satu unit atau elemen lembaga membuat sistem tidak berjalan. Integrasi yang menyeluruh dalam sebuah sistem membentuk sebuah teori baru

yaitu teori sistem. Tipikal teori sistem ini adalah identifikasi unit-unit, elemen-elemen atau sub-sub sistem dan bagaimana unit-unit tersebut saling berhubungan serta berintegrasi dalam proses dan fungsinya, seperti jeruji atau jari-jari dalam sebuah poros. Tanpa jeruji maka sebuah poros tidak akan berfungsi seimbang. Demikian pula keterkaitan kelembagaan pasar modal dalam penerbitan sukuk, tanpa keterlibatan salah satu lembaga yang ada, maka sukuk tidak bisa diinvestasikan.

#### **D. Pembahasan Tentang Implementasi Investasi Sukuk Di BEI**

Implementasi investasi sukuk di Bursa Efek Indonesia (BEI) dilakukan melalui perdagangan sukuk di BEI. Sukuk dalam perdagangan di BEI termasuk Efek Bersifat Utang, sehingga transaksi atau perdagangan sukuk mengikuti tehnik transaksksi Efek Bersifat Utang.

Sukuk atau Efek Bersifat Utang yang diperdagangkan di bursa adalah Efek Bersifat Utang tanpa warkat yang tercatat di Bursa. Berdasarkan Peraturan Bursa Efek Indonesia (BEI) Nomor II.F tentang Ketentuan Umum Perdagangan Efek Bersifat Utang Di Bursa dan Peraturan BEI Nomor II.F.1 tentang Tata Cara Perdagangan Efek Bersifat Utang, transaksi bursa untuk surat utang dapat dilakukan melalui pasar reguler atau pasar negosiasi.

Pada pasar reguler, transaksi surat utang dilakukan antara Anggota Bursa (AB) melalui proses tawar menawar yang dilakukan secara lelang berkesinambungan (continuous auction) berdasarkan prioritas harga dan waktu (price and time priority).

Tawar menawar disampaikan melalui Fixed Income Trading System (FITS), yaitu sarana perdagangan Efek Bersifat Utang dengan menggunakan sarana komputer melalui Bursa. Penawaran yang telah dimasukkan ke dalam FITS akan diproses dengan memperhatikan prioritas harga (price priority), yaitu penawaran beli pada harga yang lebih tinggi memiliki prioritas terhadap penawaran beli pada harga yang lebih rendah, sedangkan penawaran jual pada harga yang lebih rendah memiliki prioritas terhadap penawaran jual pada harga yang lebih tinggi. Dalam hal penawaran diajukan pada harga yang sama, FITS memberikan prioritas kepada penawaran beli atau jual yang diajukan terlebih dahulu (time priority). Sebelum penjumlahan terjadi (matching), AB dapat mengubah (amend) atau membatalkan (withdraw) penawaran yang telah dimasukkan melalui FITS. Sedangkan dalam pasar negosiasi, transaksi Efek Bersifat Utang terjadi berdasarkan kesepakatan yang dilakukan oleh dua AB atau satu AB untuk memenuhi kepentingan nasabah yang berbeda dan/atau untuk memenuhi kepentingan sendiri (portofolio) AB yang bersangkutan. Transaksi Bursa mulai mengikat pada saat Anggota Beli mengkonfirmasi melalui FITS hasil kesepakatan antara Anggota Jual dan Anggota Beli yang telah dimasukkan oleh Anggota Jual ke FITS. Dalam hal AB melakukan transaksi untuk kepentingan nasabah yang berbeda maupun untuk kepentingan sendiri (portofolio), transaksi tersebut mulai mengikat pada saat AB memasukkan kesepakatan tersebut melalui FITS.

Pemenuhan hak dan kewajiban untuk pasar reguler yang

timbul sehubungan dengan transaksi sukuk dan surat utang lainnya di bursa dilakukan pada tanggal penyelesaian yang jatuh pada Hari Bursa ke-2 setelah terjadinya transaksi (T+2). Adapun untuk pasar negosiasi tanggal penyelesaiannya jatuh pada Hari Bursa ke-1 sampai dengan Hari Bursa ke-7 setelah terjadinya transaksi yang ditetapkan oleh Anggota Kliring Efek Bersifat Utang (AK-EBU) sebagai tanggal penyelesaian.

Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) dalam menyediakan layanan jasa kustodian sentral, juga memberikan jasa penyelesaian transaksi Efek Bersifat Utang. Penyelesaian dilakukan melalui pemindahbukuan Efek dan atau dana antar Rekening Efek sebagai pemenuhan hak dan kewajiban penyerahan Efek atau pembayaran yang timbul akibat transaksi bursa maupun transaksi luar bursa yang dilakukan oleh pemegang rekening.

Dalam pasar modal yang berparadigma Islami, setiap transaksi senantiasa harus dilandasi oleh aturan hukum-hukum Islam (shari'ah) karena transaksi adalah manifestasi amal manusia yang bernilai ibadah di hadapan Allah swt. Dalam kaidah muamalah, semua hal diperbolehkan kecuali ada larangannya. Ini berarti ketika transaksi baru muncul, maka transaksi tersebut dapat diterima, kecuali ada dalil Al-Qur'an dan Al-Hadith yang melarangnya.

DSN MUI telah mengeluarkan fatwa No: 40/DSN-MUI/X/2003 Tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Shari'ah Di Bidang Pasar Modal sebagai

respon atas pertumbuhan pasar modal berdasarkan prinsip shari'ah yang telah dikembangkan di berbagai negara khususnya di Indonesia. Selain itu sebagai respon atas kejelasan perdagangan efek shari'ah di pasar sekunder, DSN-MUI pada tahun 2011 juga telah menerbitkan fatwa terkait perdagangan efek shari'ah di pasar sekunder yaitu Fatwa No. 80/DSN-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Shari'ah dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek. Namun menurut penulis fatwa ini belum mampu menjangkau perdagangan Efek Bersifat Utang, karena dalam fatwa tersebut DSN-MUI hanya menfatwakan ketentuan hukum yang berkaitan dengan Efek Bersifat Ekuitas atau penyertaan sementara itu Efek Bersifat Utang berbeda samasekali dengan Efek bersifat Ekuitas, karena perdagangan sukuk di bursa menggunakan suatu sistem atau platform khusus yaitu sistem FITS yang juga digunakan untuk perdagangan surat utang konvensional.

Dari sisi aspek ke-shari'ah-an, transaksi Efek Bersifat Utang atau sukuk di bursa belum terdapat Fatwa DSN-MUI yang menyatakan kebolehan secara shari'ah dari transaksi tersebut. Namun demikian, belum adanya Fatwa DSN-MUI terkait perdagangan sukuk korporasi di pasar sekunder di bursa bukan berarti perdagangan tersebut tidak sesuai dengan prinsip shari'ah. Hal ini didasarkan pada pendapat ulama Fiqih yang menyatakan bahwa Kaidah fiqih mu'āmalah:

الأَصْلُ فِي الْمُعَامَلَاتِ الْإِبَاحَةُ إِلَّا أَنْ يَدُلَّ الدَّلِيلُ عَلَى تَحْرِيمِهَا

“Pada dasarnya semua bentuk mu’āmalah boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkannya.”<sup>225</sup>

Sehubungan dengan hal tersebut, mengingat perdagangan sukuk korporasi di pasar sekunder dapat dikategorikan sebagai kegiatan muamalah, sehingga berlaku kaidah fikih ini bahwa kegiatan perdagangan sukuk korporasi diperbolehkan secara shari’ah sampai dengan sukuk korporasi dinyatakan secara jelas dilarang secara shari’ah.

Perdagangan sukuk di bursa menggunakan suatu sistem atau platform khusus yaitu sistem FITS yang juga digunakan untuk perdagangan surat utang konvensional. Secara umum sistem FITS tidak berbeda dengan sistem JATS yang digunakan dalam perdagangan saham. Dalam kedua sistem tersebut, pelaksanaan jual beli efek dilakukan dengan sistem lelang berkesinambungan (*continues auction*). Mekanisme tersebut dilakukan dengan memperhatikan prioritas harga (*price priority*) dan prioritas waktu (*time priority*). Hal ini memungkinkan pihak yang melakukan penawaran terakhir mendapat prioritas karena harga permintaan beli yang lebih tinggi dari investor sebelumnya, atau harga penawaran jual lebih rendah dari investor lain.

Pelaksanaan jual beli dengan sistem lelang tersebut dikenal dengan istilah “*bay’ al-Musawamah*” sebagaimana dinyatakan dalam Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011.

---

<sup>225</sup> Djazuli, *Kaidah-Kaidah Fiqih: Kaidah-Kaidah Hukum Islam dalam Menyelesaikan Masalah-Masalah yang Praktis*, (Jakarta: Kencana, 2006), 129

Selanjutnya, berdasarkan prinsip umum shari'ah dalam jual beli, transaksi sukuk melalui bursa efek tidak bertentangan dengan prinsip shari'ah karena syarat dan rukun jual beli telah dipenuhi. Hal ini ditunjukkan dengan adanya pihak yang bertransaksi atas dasar kerelaan, adanya ijab kabul secara sistem, barang atau instrumen yang diperjualbelikan yaitu sukuk merupakan instrumen keuangan yang jenis usahanya diperbolehkan secara shari'ah, dan tidak adanya manipulasi dan penipuan.

Tahap selanjutnya adalah pemenuhan hak dan kewajiban untuk pasar reguler yang timbul sehubungan dengan transaksi sukuk di bursa yaitu pada Hari Bursa ke-2 setelah terjadinya transaksi (T+2). Transaksi Bursa mulai mengikat pada saat Anggota Bursa beli mengkonfirmasi melalui FITS hasil kesepakatan antara Anggota Bursa jual dan Anggota Bursa beli yang telah dimasukkan oleh Anggota Jual ke FITS. Dalam hal AB melakukan transaksi untuk kepentingan nasabah yang berbeda maupun untuk kepentingan sendiri (portofolio), transaksi tersebut mulai mengikat pada saat AB memasukkan kesepakatan tersebut melalui FITS. Perbedaan waktu penyelesaian (T+2) dan pengikatan transaksi (T+0) mengakibatkan para pihak yang bertransaksi baru dapat menggunakan Efek atau dana secara fisik pada (T+2), walaupun secara hukum, hak itu telah melekat pada para pihak yang bertransaksi pada (T+0).

Perbedaan waktu pengikatan dan pemenuhan hak secara shari'ah dimungkinkan. Beberapa hadist telah menyebutkan pentingnya status kepemilikan (qabd). Secara umum, mazhab



dalam Fikih mu'amalah telah membagi qabd menjadi 2 (dua) bentuk yaitu kepemilikan fisik (qabd haqiqiy) dan kepemilikan hukum (qabd hukmi). Qabd haqiqiy menunjukkan bahwa ketika secara eksplisit menerima kepemilikan atau pembeli menerima barang yang dijual kepadanya. Biasanya qabd haqiqi terkait dengan kepemilikan asset fisik seperti tanah dan bangunan. Sementara qabd hukmi menunjukkan bahwa secara implisit mengambil kepemilikan atau tidak dalam bentuk fisik. Sebagai contoh, penjual harus memberikan pembeli akses penuh terhadap objek penjualan tanpa hambatan. Kepemilikan secara hukum dapat juga terjadi ketika perjanjian utang piutang antara para pihak secara implisit telah efektif. Berdasarkan hal tersebut, pihak yang membeli sukuk korporasi pada T+0, dapat menjual kembali sukuk tersebut pada T+0, T+1 atau T+2 walaupun sukuk tersebut belum diterima secara fisik oleh pembeli.

Selanjutnya, dalam Fatwa 80 juga telah dimungkinkan penyelesaian transaksi yang berbeda dengan waktu pengikatannya. Oleh karena itu, penyelesaian terhadap transaksi sukuk yang dilakukan melalui FITS sangat dimungkinkan untuk mengacu pada kaidah hukum dalam fatwa 80 khususnya terkait dengan hak kepemilikan suatu objek.

## 1. Pembahasan Tentang Kontrak Ijārah Pada Sukuk Ijarah

Sukuk ijārah merupakan sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad ijārah dimana satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak manfaat atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga dan periode yang disepakati, tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan aset itu sendiri. Di BEI Indonesia dasar yang digunakan dalam menerapkan sukuk adalah ijarah transfer manfa'at atas aset yang telah tersedia bukan ijarah *mumtahiya bi al-tamlīk*. Terkait dengan dasar yang digunakan tersebut, tujuan dari transaksi ijārah BEI adalah melakukan transaksi lease atau lease kemudian sublease bukan bertujuan untuk menjual aset (kepada Wali Amanat) kemudian melakukan lease atas aset tersebut dengan memberikan opsi apakah pada akhir masa sukuk aset underlying ijārah beralih kepemilikannya.<sup>226</sup> Berikut pembahasan struktur akad sukuk ijārah pada struktur kontrak lease and sublease dalam sukuk ijārah. Para ulama telah merumuskan struktur kontrak ijārah yang meliputi; aktor kontraktual yang melibatkan pemberi sewa (*mu'jir*), orang yang menyewa (*musta'jir*), obyek transaksi dan upah/harga sewa (*ujrah/fee*).<sup>227</sup> Berikut uraiannya:

---

<sup>226</sup>BAPEPAM-LK, *Studi Standart Akuntansi Syari'ah di Pasar Modal Indonesia*, (Jakarta: BAPEPAM-LK, 2007),55

<sup>227</sup>Abdul Rahman Bin Muhammad al-Jaziri, *al-Fiqh 'Ala Mazahibi al-Arba'ah*, Jilid III, (Mesir: Matbba'ah al-Tijariyah al-Kubra, 1969),. 523

Pertama, Unsur aktor kontraktual akad ijarah pada sukuk ijārah. Pada tahap kontrak lease kedudukan emiten (penerbit sukuk) berkedudukan sebagai pemberi sewa (mu'jir) sedangkan Wali Amanat mewakili investor bertindak sebagai sebagai penyewa(musta'jir). Obyek akad dalam kontrak ini adalah underlying asset yang akan mewakili sertifikat sukuk ijārah. Sedangkan pada kontrak sublease emiten (penerbit sukuk) bertindak sebagai penyewa (musta'jir) karena underlying asset miliknya telah disewakan kepada Wali Amanat yang mewakili investor. Kontrak lease dan sublease dilaksanakan bersamaan dan tidak ada kontrak ijārah baru setelah sukuk terjual atau dibeli oleh investor pada perdagangan sukuk di BEI. Artinya kontrak sublease atau penyewaan kembali aset oleh emiten atas asetnya yang telah disewakan kepada investor tidak dilaksanakan ulang, meskipun kontrak lease and sublease dibuat jauh sebelum transaksi sukuk di bursa. Kebijakan tersebut diambil sebagai langkah simplikasi investasi sukuk di BEI agar tidak berkesan rumit.

Kontrak ijārah ini direalisasikan terlebih dahulu sebelum sukuk diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia dengan melibatkan aktor kontraktual yang terdiri dari emiten dan Wali Amanat, sedangkan investor pada tahap ini belum ada, karena sukuk belum diperdagangkan sehingga belum ada investor yang membeli untuk berinvestasi. Namun keterlibatan Wali Amanat dalam kontrak ijārah tahap lease ini berperan mewakili investor

yang belum jelas pihak yang diwakilinya. Artinya, dalam kontrak lease pd sukuk ijārah eksistensi musta'jir yang sesungguhnya belum ada. Maka dapat dikatakan bahwa unsur akad ijarah pada sukuk ijārah dari aspek aktor kontraktualnya belum terpenuhi.

Kedua, Unsur obyek transaksi. Manfaat dari underlying asset yang dimiliki oleh emiten inilah yang dijadikan obyek transaksi. Merujuk pada peraturan Bapepam-LK nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Sharī'ah mengatur jenis usaha, produk barang, jasa yang diberikan, aset yang dikelola, akad, dan cara pengelolaan emiten atau perusahaan publik dimaksud tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip sharī'ah Demikian pula Fatwa DSN-MUI nomor NO: 41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Sharī'ah Ijārah mensyaratkan manfaat obyek ijarah adalah sesuatu diperbolehkan oleh syari'ah. Para ulama fiqh memberikan banyak kriteria sebuah obyek transaksi yang dianggap mencukupi untuk dijadikan obyek akad, yaitu: Obyek akad tersedia ketika terjadi akad, berupa sesuatu dibenarkan oleh shara', dapat diserahkan pada waktu terjadinya akad, harus jelas dan diketahui oleh para pihak.<sup>228</sup>Oleh karena itu, manfaat underlying asset yang dijadikan obyek akad ijārah pada sukuk ijarah yang diperdagangkan di BEI secara keseluruhan telah memenuhi karakteristik yang dirumuskan

---

<sup>228</sup>Kamil Musa, *Aḥkām al-Mu'āmalat* (Bairut : Muassasah al-Risālah, 1996), 84

oleh para fuqaha.

Ketiga, Unsur harga sewa (*fee/ujrah*). Islam tidak menetapkan ketentuan yang baku tentang keuntungan, karena setiap komoditas memiliki karakteristik dan nilai yang berbeda antara satu dengan lainnya. Juga proses, situasi, kondisi dan tempat terjadinya jual beli tidak sama antara satu dengan lainnya.<sup>229</sup> Meskipun terdapat beberapa pendapat terkait dengan tingkat keuntungan. Dalam literatur fiqh Islam keuntungan ditentukan dengan sistem prosentase tanpa mempertimbangkan unsur waktu. Akan tetapi dalam metode pengambilannya, terdapat perbedaan antara kelompok madzhab satu dengan lainnya. Walau demikian mereka sepakat bahwa tinggi rendahnya tingkat prosentase sepenuhnya tergantung kesepakatan kedua belah pihak yang bertransaksi. Transaksi sewa (*ijārah*) sesungguhnya identik dengan jual beli, hanya saja dalam sewa (*ijārah*) pemilikan dibatasi dengan waktu atau dapat pula dikatakan transaksi pemindahan hak guna atas barang atau jasa dalam batasan waktu tertentu melalui pembayaran upah sewa, tanpa diikuti dengan pemindahan hak pemilikan atas barang. Oleh karena itu perolehan pendapatan (*fee*) dalam *ijarah* ditentukan secara fixed di awal akad berdasarkan kesepakatan para pihak. Demikian pula penetapan *fee* pada sukuk *ijarah* besarnya telah ditentukan berdasarkan market rate (bunga pasar) atau

---

<sup>229</sup>Shami Qabil, *Itharu al Muhasibi Muqtarihi Li Shighati al Istithmari bi al Murabahah al Muthabaqah bi Shirkati Taudhifi al Amwal al Islamiyah* (mesir : Nadwah al Istikhdamah wa al Ansathat al Iqtishadiyah, 1988), 42

dikenal dengan benchmark bunga dengan standar SIBOR (Singapore Interbank Offered Rate), LIBOR (London Interbank Offered Rate) maupun JIBOR (Jakarta Interbank Offered Rate) tergantung kesepakatan para pihak, standart mana yang akan digunakan dalam kontrak mereka. Sepanjang benchmark bunga hanya untuk kepentingan acuan pengambilan keputusan tentang besarnya tingkat keuntungan/fee/ujrah bagi pemegang sukuk ijarah dengan tetap mengedepankan kesepakatan para pihak yang terlibat dalam kontrak, maka hal itu diperkenankan. Sebagaimana yang disyaratkan dalam fiqh terkait fee/ujrah dalam ijarah yang disyaratkan bahwa besarnya fee/ujrah harus diketahui dan disepakati oleh para pihak serta ujarah diharuskan berupa sesuatu yang diperkenankan pemanfaatannya oleh syara'. Keempat, *ṣighat al-‘aqd* (pernyataan ‘ijab dan qabul). Menurut ulama Hanafiyah, *ṣighat al-‘aqd* merupakan satu-satunya unsur dalam kontrak, sedangkan unsur-unsur selain *ṣighat al-‘aqd* dianggap sebagai konsekuensi logis dari adanya ‘ijab dan qabul dalam melakukan akad. Adanya *ṣighat al-‘aqd* sudah pasti mengharuskan adanya dua pihak pelaku akad ( *al-‘Aqidain* ). Keduanya pun tidak akan melakukan akad tanpa adanya obyek yang yang ditransaksikan( *ma’qud ‘alaih*).<sup>230</sup>

*ṣighat al-‘aqd* atau ‘ijab dan qabul yang merupakan esensi akad tidak akan terpenuhi kecuali ada ‘*aqidain* (kedua belah pihak yang berkontrak). Para aktor

---

<sup>230</sup>Mustafa Ahmad az-Zarqa, , *al-Madkhal al-Fiqh al-‘Amm*, h. 329

kontraktual harus memenuhi prinsip kecakapan (ahliyyat al-‘aqid ) melakukan akad untuk diri sendiri, atau karena mendapat kewenangan melakukan akad ( al-wilāyat al-‘aqid ) menggantikan orang lain berdasarkan perwakilan ( wakalah ).<sup>231</sup> Pernyataan ‘Ijab dalam akad sukuk ijārah dinyatakan oleh emiten sebagai pihak yang berkehendak melakukan kontrak terlebih dahulu dan qabul sebagai bentuk pernyataan persetujuan melakukan kontrak dinyatakan oleh Wali Amanat sebagai wakil dari investor melalui akad wakalah. Namun seperti yang telah diuraikan sebelumnya bahwa kontrak ijārah maupun wakalah dilakukan jauh sebelum sukuk diperdagangkan di Bursa Efek, di mana belum ada investor yang diwakili oleh Wali Amanat dalam kontrak tersebut, sehingga dapat dikatakan bahwa Wali Amanat dalam kontrak ijārah melalui akad wakalah tidak memiliki kewenangan melakukan kontrak atau tidak memiliki al-wilāyat al-‘aqid. Sebuah kontrak yang dilakukan oleh aktor kontraktual yang tidak memiliki kewenangan melakukan kontrak atau tidak memiliki al-wilāyat al-‘aqid diklasifikasikan sebagai akad yang batal (ghayru ṣahīh).

Secara umum kontrak ijārah pada sukuk ijarah dalam tinjauan hukum bisnis Islam belum memenuhi semua unsur dalam kontrak, yaitu pada unsur aktor kontraktual (mu’aqid) yang belum pasti eksistensinya dan

---

<sup>231</sup>Wahbah al-Zuhayli, al-Fiqh al-Islamy wa Adillatuh, Vol.4 (Bairut : Dar al Fikr, 1989) ,115-116

pada unsur *ṣiḡhat al-‘aqd* di mana qabul dinyatakan oleh pihak yang tidak memiliki kewenangan melakukan kontrak atau tidak memiliki *al-wilāyat al-‘aqid*.

Sesungguhnya problem ketidakabsahan kontrak ijarah dapat diperbaharui melalui kontrak baru yaitu pada saat kontrak sublease antara emiten dengan investor yang dilakukan pasca transaksi sukuk di Bursa Efek Indonesia, sehingga kekurangan pada ketidak-penuhinya unsur-unsur kontrak dapat disempurnakan dan kontrak menjadi absah secara *sharī’ah*.

## 2. Pembahasan Tentang Kontrak *Muḍarabah* Pada Sukuk *Muḍarabah*

Sukuk *muḍarabah* merupakan sertifikat yang mewakili proyek atau kegiatan yang dikelola berdasarkan prinsip *muḍarabah* dengan menunjuk partner atau pihak lain sebagai *muḍarib* untuk manajemen bisnis. Kontrak ini juga disebut *muqaradah* bentuk kerja sama antara pemodal/investor (*saḥībul māl*) dan pelaksana aktivitas perniagaan (*muḍarib*) di mana satu pihak menyerahkan sejumlah harta (modal) dan pihak lainnya berkontribusi keahlian manajerial dalam menjalankan modal untuk memperoleh keuntungan dengan menggunakan prinsip *profit and los sharing* berupa nisbah yang dipersetujui di dalam akad, manakala terjadi kerugian *financial* akan ditanggung oleh investor saja, sedangkan pengusaha (*muḍarib*) menanggung kehilangan waktu kerja dan upayanya.



Para ulama telah merumuskan struktur kontrak *muḍarabah* yang meliputi; aktor kontraktual yang terdiri dari investor/pemodal (*ṣahīb al māl*), pengelola usaha (*muḍarib*), modal (*al-māl*), nisbah bagi hasil atau keuntungan dan *ṣighat al-‘aqd*.<sup>232</sup> Berikut uraiannya: *Pertama*, Unsur aktor kontraktual akad *muḍarabah* pada sukuk mudharabah. Penerbit efek atau emiten berkedudukan sebagai pengelola usaha (*muḍarib*) sedangkan Wali Amanat mewakili investor pemegang sukuk bertindak sebagai sebagai *ṣahībul māl*.

Kontrak *muḍarabah* ini direalisasikan terlebih dahulu sebelum sukuk diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia dengan melibatkan aktor kontraktual yang terdiri dari emiten dan Wali Amanat, sedangkan investor pada tahap ini belum ada, karena sukuk belum diperdagangkan sehingga belum ada investor yang membeli untuk berinvestasi. Namun keterlibatan Wali Amanat dalam kontrak *muḍarabah* ini berperan mewakili investor yang belum jelas pihak yang diwakilinya. Artinya, dalam kontrak *muḍarabah* pada sukuk *muḍarabah* eksistensi *ṣahībul māl* yang sesungguhnya belum ada. Maka dapat dikatakan bahwa unsur akad *muḍarabah* pada sukuk *muḍarabah* dari aspek aktor kontraktualnya belum terpenuhi. Demikian pula, pasca sukuk *muḍarabah* diperdagangkan di BEI dan sukuk mudharabah telah dibeli investor, tidak ada akad mudharabah baru sebagai bentuk

---

<sup>232</sup>Wahbah al-Zuhayli, *al-Fiqh al-Islamy wa Adillatuh*, Vol.4 (Bairut : Dar al Fikr, 1989) , 840

simplikasi kontrak sukuk di BEI. Sesungguhnya hal tersebut mudah saja dilakukan setelah proses penyelesaian di KSEI dan KPEI, investor bisa melimpahkan kuasa secara tertulis kepada Wali Amanat untuk mewakilinya melakukan kontrak *muḍarabah* dengan emiten, sehingga kekurangan unsur kontrak *muḍarabah* dapat terpenuhi.

Kenyataan ini memperkuat dugaan bahwa sesungguhnya sukuk yang diperdagangkan di BEI tidak ada bedanya dengan Efek Bersifat Utang lainnya atau dalam istilah fiqh dapat dikelompokkan dalam transaksi *bay' al-dayn* bukan kontrak kemitraan sebagaimana yang dimaksud *muḍarabah* pada umumnya.

*Kedua*, Unsur modal. Kontrak *muḍarabah* secara khusus ditentukan jumlah modal yang disertakan dan direalisasikan dalam bentuk mata uang yang beredar. Modal dalam kontrak *muḍarabah* tidak dapat dijadikan sebagai hutang bagi pihak *muḍārib* pada waktu teriadinya kontrak. Tidak satupun di antara empat madzhab sunni yang membolehkan modal dalam kontrak ini memandangnya sebagai bentuk hutang pihak *muḍārib* kepada investor. Alasannya, jika investor menjadikan modal dalam kontrak *muḍarabah* sebagai bentuk hutang, sementara kontrak tersebut bertujuan untuk memperoleh keuntungan darinya, maka mengambil keuntungan dari

hutang adalah termasuk riba yang dilarang oleh hukum Islam.<sup>233</sup>

Sukuk *muḍarabah* di BEI merupakan Efek Bersifat Utang yang diperdagangkan dengan sistem lelang berkesinambungan (*continuous auction*) oleh perantara pedagang efek/*broker* melalui *Fixed Income Trading System* (FITS), yaitu sarana perdagangan Efek Bersifat Utang dengan menggunakan sarana komputer di bursa. Maka sejak awal transaksi sukuk *muḍarabah*, modal yang diinvestasikan oleh investor secara otomatis dianggap sebagai hutang emiten kepada investor yang secara syar'i membatalkan akad *muḍarabah*. Kerancuan transaksi sukuk *muḍarabah* ini, sesungguhnya dapat diatasi dengan memisahkan transaksi sukuk dengan Efek Bersifat Utang (obligasi konvensional), karena antara sukuk dengan obligasi adalah berbeda baik secara sistem maupun struktur kontrak yang mendasarinya. Sehingga sukuk *muḍarabah* bisa diimplementasikan sesuai *shari'ah*.

*Ketiga*, Keuntungan. Dalam manajemen kontrak *muḍarabah*, *muḍarib* bebas mengelola dan menggunakan modal usaha sesuai dengan bentuk bisnis yang dijalankan, masa usahanya dan tempat *muḍarib* menjalankan aktivitas bisnisnya. Namun *saḥībul māl* atau investor tidak dapat meminta jaminan dari pihak *muḍarib* untuk memastikan kembalinya modal dan atau keuntungannya (*profit*). Karena dalam kontrak *muḍarabah* hubungan antara

---

<sup>233</sup>Abdullah Saeed, *Islamic Banking and Interest: A Study of The Prohibition of Riba and its Contemporary Interpretation*, (New York: KOLN, 1996).h. 91

investor dengan *muḍarib* terikat dalam satu gadaian yang saling mempercayakan, pihak investor melalui modalnya dan pihak *muḍarib* melalui mengelola usahanya, sehingga adanya jaminan (garansi) akan menjadikan kontrak tidak sah. Jika investor menuntut adanya persyaratan jaminan (garansi) beserta ketentuan-ketentuannya kepada *muḍarib* dalam terminologi kontrak *muḍarabah*, menurut pendapat Imam Malik dan Imam Syafi'i kontrak tersebut tidak sah.<sup>234</sup> Karena esensi dari kontrak *muḍarabah* adalah kerjasama untuk mencapai *profit* berdasarkan akumulasi komponen dasar dari pekerjaan dan modal, di mana keuntungan ditentukan melalui kedua komponen tersebut.

Resiko juga menentukan keuntungan (*profit*) dalam kontrak *muḍarabah*. Pihak investor menanggung resiko kerugian dari modal yang telah diberikan, sedangkan pihak *muḍarib* menanggung resiko tidak mendapatkan keuntungan dari pekerjaan dan usaha yang telah dijalankannya, dengan catatan apabila kerjasama tersebut tidak menghasilkan *profit*. Kontrak *muḍarabah* menetapkan tingkat keuntungan *profit* bagi tiap-tiap pihak, namun pembagian keuntungan dilakukan melalui tingkat perbandingan ratio yang dinyatakan dalam prosentase, bukan ditetapkan dalam jumlah yang pasti. Menentukan jumlah keuntungan yang pasti bagi pihak yang terlibat dalam kontrak, membuat kontrak *muḍarabah* tidak berlaku.

---

<sup>234</sup>Ibnu Rusyd, *Bidayat al-Mujtahid*, II, . 179

Pada sukuk mudharabah tingkat pendapatan bagi hasil merupakan indikasi pendapatan bagi hasil dalam persentase per-tahun dari nilai nominal sukuk yang dihitung berdasarkan jumlah hari yang lewat dengan perhitungan 1 (satu) tahun adalah 360 (tiga ratus enam puluh) hari kalender dan 1 (satu) bulan adalah 30 (tiga puluh) hari kalender.

Klausula tentang tingkat pendapatan bagi hasil sukuk *muḍarabah* yang dihitung berdasarkan jumlah hari mengindikasikan bahwa besarnya nisbah didasarkan pada bunga yang mengacu pada *time value of money* bukan pada kinerja Perseroan dalam usahanya. Semakin panjang masa sukuk maka semakin besar porsi nisbah yang diperoleh investor. Hal ini rmemungkinkan bahwa keuntungan (*profit*) direalisasikan dalam jumlah yang pasti (*fixed*) dan ditentukan.

Model pembagian nisbah bagi hasil (*profit*) pada sukuk pada umumnya menggunakan *revenue shraing*. *Muḍarib* membagikan nisbah kepada investor berdasarkan pendapatan bruto dengan porsi yang disepakati antara investor (*ṣaḥīb al-māl*) dengan emiten (*muḍārib*) selama periode tertentu dengan ketentuan pendapatan yang dibagikan berupa *gross profit* atau laba bruto tersebut *muḍārib* wajib menjaga besarnya tidak kurang dari 15% dari nilai kontrak penjualan, namun jika pendapatan emiten lebih dari 15 %, keuntungan lebih tersebut akan menjadi hak emiten. Artinya, investor pemegang sukuk akan tetap mendapatkan keuntungan yang pasti tidak kurang dari 15

% dari nilai kontrak penjualan, meskipun dalam kondisi *muḍārib* mengalami kerugian atau investor akan tetap mendapat porsi nisbah sebesar 15 % dari nilai nominal sukuk meskipun pendapatan yang diperoleh *muḍarib* jauh melebihi nilai tersebut.

Adanya pembebanan kewajiban Perseroan (emiten) untuk tetap menjaga porsi nisbah secara pasti sebesar 15 % kepada investor pemegang sukuk, satu sisi bertentangan dengan prinsip kontrak *muḍarabah* yang melarang menetapkan profit yang pasti, di sisi lain komitmen tersebut mampu memproteksi kekayaan investor (*ṣahib al māil*) dari upaya nakal para pengusaha dan sifat ceroboh dalam mengelola usahanya sehingga menyebabkan kerugian bagi investor. Bagaimanapun sukuk *muḍarabah* merupakan investasi jangka panjang dengan masa kontrak minimal 5 (lima) tahun hingga 10 (sepuluh) tahun. Menurut penulis, penetapan keuntungan yang dipastikan dalam sukuk *muḍarabah* masih bisa diterima sepanjang dimaksudkan guna mendorong para *muḍārib* bertindak hati-hati dalam mengelola modal para investor dan melakukan kegiatan usaha secara ceroboh yang dapat menyebabkan hilangnya kekayaan para investor pemegang sukuk.

*Keempat; ṣighat al-‘aqd* (pernyataan *‘ijab* dan *qabul*). Menurut ulama Hanafiyah, *ṣighat al-‘aqd* merupakan satu-satunya unsur dalam kontrak, sedangkan unsur-unsur selain *ṣighat al-‘aqd* dianggap sebagai konsekuensi logis dari adanya *‘ijab* dan *qabul* dalam melakukan akad.

Adanya *ṣighat al-‘aqd* sudah pasti mengharuskan adanya dua pihak pelaku akad ( *al-‘Aqidain* ). Keduanya pun tidak akan melakukan akad tanpa adanya obyek yang yang ditransaksikan( *ma’qud ‘alaih*).<sup>235</sup> *ṣighat al-‘aqd* atau *‘ijab* dan *qabul* yang merupakan esensi akad dan tidak akan terpenuhi kecuali ada *‘aqidain* (kedua belah pihak yang berkontrak). Para aktor kontraktual harus memenuhi prinsip kecakapan (*ahliyyat al-‘aqid* ) melakukan akad untuk diri sendiri, atau karena mendapat kewenangan melakukan akad ( *al-wilāyat al-‘aqid* ) menggantikan orang lain berdasarkan perwakilan ( *wakalah* ).<sup>236</sup>

Pernyataan *‘Ijab* dalam akad sukuk *muḍarabah* dinyatakan oleh emiten sebagai pihak yang berkehendak melakukan kontrak terlebih dahulu dan *qabul* sebagai bentuk pernyataan persetujuan melakukan kontrak dinyatakan oleh Wali Amanat sebagai wakil dari investor melalui akad wakalah. Namun seperti yang telah diuraikan sebelumnya bahwa kontrak *muḍarabah* maupun wakalah dilakukan jauh sebelum sukuk diperdagangkan di Bursa Efek, di mana belum ada investor yang diwakili oleh Wali Amanat dalam kontrak tersebut, sehingga dapat dikatakan bahwa Wali Amanat dalam kontrak *muḍarabah* melalui akad wakalah tidak memiliki kewenangan melakukan kontrak atau tidak memiliki *al-wilāyat al-‘aqid*.

Sebuah kontrak yang dilakukan oleh aktor kontraktual

---

<sup>235</sup>Mustafa Ahmad az-Zarqa, , *al-Madkhal al-Fiqh al-‘Āmm*, h. 329

<sup>236</sup>Wahbah al-Zuhayli, *al-Fiqh al-Islamy wa Adillatuh*, Vol.4 (Bairut : Dar al Fikr, 1989) ,115-116

yang tidak memiliki kewenangan melakukan kontrak atau tidak memiliki *al-wilāyat al-‘aqid* diklasifikasikan sebagai akad yang batal (*ghayru ṣahih*).

Secara umum kontrak *muḍarabah* pada sukuk *muḍarabah* dalam tinjauan hukum bisnis Islam belum memenuhi semua unsur dalam kontrak, yaitu pada unsur aktor kontraktual (*mu‘aqid*) yang belum pasti eksistensinya dan pada unsur *ṣighat al-‘aqd* di mana *qabul* dinyatakan oleh pihak yang tidak memiliki kewenangan melakukan kontrak atau tidak memiliki *al-wilāyat al-‘aqid*.

Sesungguhnya problem ketidakabsahan kontrak *muḍarabah* dapat diperbaharui melalui kontrak baru yaitu pasca transaksi sukuk di Bursa Efek Indonesia atau setelah penyelesaian transaksi oleh KPEI dan KSEI. Investor bisa melimpahkan kuasa secara tertulis kepada Wali Amanat untuk mewakilinya melakukan kontrak *muḍarabah* dengan emiten, sehingga kekurangan unsur kontrak *muḍarabah* dari aspek aktor kontraktual dan *ṣighat al-‘aqd* dapat terpenuhi sehingga kontrak menjadi absah secara syar’i. Jadi, menghadapi realitas tersebut seharusnya dilakukan transmormatif agar dapat melakukan perubahan yang mendasar terhadap implementasi investasi sukuk yang semestinya tidak hanya berhenti pada tataran normatif semata. Terdapat dua teknik bagaimana normatif investasi bisnis Islam menjadi realitas operasional, yaitu:



1. Teori-teori atau normatif tersebut diaktualkan langsung menjadi perilaku. Misalnya, regulasi Bapepam-LK (OJK) yang mengadopsi fatwa Dewan Shari'ah Nasional (DSN-MUI) yang sudah pasti diambil dari konsep-konsep *shari'ah* dan ilmu fiqh untuk menggunakan akad-akad fiqh, menghindari praktek *gharar*, spekulasi dan menghindari praktek riba, regulasi ini dapat langsung diterjemahkan ke dalam praktek dan perilaku.
2. Menstransformasikan nilai-nilai Islam. Teori-teori ekonomi Islam harus bisa direalisasikan, misalkan larangan melakukan praktek riba pada aktivitas bisnis Islam. Secara teoritis ketentuan ini perlu diletakkan ke dalam konteks membangun keadilan ekonomi, oleh karena itu pengembangan sistem keuangan dan lembaga keuangan bebas bunga tentulah sangat relevan. Diperlukan riset-riset empiris lebih banyak lagi untuk menjawab bagaimana sesungguhnya perilaku ekonomi Muslim sebenarnya apakah telah mengikuti ketentuan syari'ah atau masih dikendalikan oleh naluri ekonomi yang bersifat alamiah. Riset-riset ini penting karena menyempurnakan teori-teori ekonomi Islam agar bisa lebih bumi dan tidak hanya terkesan terlalu bersifat legalistik formal.

## DAFTAR PUSTAKA

- A. Tariq, *Managing Financial Risks of Sukuk Structures*, International Banking, Loughborough, UK, Loughborough University, 2004.
- Adam, Nathif J. and Abdulkader Thomas, *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*, London: Euromoney Books, 2004
- \_\_\_\_\_, *Sukuk: A Panacea for Convergence and Capital Market Development in the OIC Countries*, Paper Presented at 6th international Conference on Islamic Economics as Finance, Jakarta, Indonesia, November, 21-24- 2005
- Arikunto, Suharsimi, *Prosedur Penelitian Suatu Pendekatan praktek*, Jakarta: Rineka Cipta, 1997
- Alsa, Asmadi, *Pendekatan Kuantitatif dan Kualitatif Serta Kombinasinya dalam Penelitian*, Yogyakarta : Pustaka Pelajar, 2003
- , Arifin, Zaenal, *Teori Keuangan & Pasar Modal*, Yogyakarta: Ekonisia, 2005
- Alwi, Iskandar Z., *Pasar Modal Teori dan Aplikasi*, Edisi Pertama, Jakarta: Penerbit Yayasan Pancur Siwah, 2003.
- Anoraga, Pandji dan Piji Pakarti, *Pengantar Pasar Modal*, Edisi Revisi, Cetakan Keempat, Jakarta: PT. Gramedia, 2001.
- Abdullah, Abi Muhammad, *Mughni' al-Muhtaj*, Vol. 2, Bairut: Dār al-Fikr, tt
- Abu Dawūd as-Sijjistānī bin Asy'ath, *Sunan Abi Dawūd*, (Bairut: Kairo: Dar Ihya al-Kutub Al-'Arabiyyah, 1280 H),
- 'Aini (al), Badruddin, *'Umdat al-Qari*, Jux XIII, Bairut: Dar al-Fikr, t.t

- A.M. Hormozi, Agile Manufacturing the Next Logical Step” Benchmarking: An International Journal. Vol. 8, No. 2, 2001.
- Barwary (al), Sya’ban Muhammad Islam, Pasar Modal Menurut Pandangan Islam, Kuala Lumpur: Jasmin Enterprise, 2007
- Blair, William, Legal Issues in the Islamic Financial Services, makalah yang dipresentasikan pada seminar di Kuwait Tanggal 1-2 Maret 2005.
- Burhanuddin, Hukum Surat Berharga Syariah Negara dan pengaturannya, Jakarta: Rajawali Pers, 2011
- BAPEPAM-LK, Kajian Pasar Sekunder Sukuk, Jakarta: BAPEPAM-LK, 2012
- \_\_\_\_\_, Kajian Pasar Sekunder Efek Syari’ah di Bursa Efek Indonesia, Jakarta: Bapepam-LK, 2010
- Bursa Efek Indonesia (BEI), Peraturan PT. Bursa Efek Indonesia Nomor II.F.1 Tentang Tata Cara Perdagangan Efek Bersifat Utang tahun 2006
- \_\_\_\_\_, Daftar Emiten Sukuk Ijarah, Jakarta: IDX, 2012
- Boone, Louis E. and David L Kurtz, Contemporary Business, 15th Edition, Orlando Florida: The Dryden Press, 2012
- Blau , Peter M. & W. Richard Scott, Formal Organizations: A Comparative Approach, San Francisco: Chandler Publishing Co. 1972
- Burns, Robert B. Introduction to Research Methods, Longman: French Forest NSW, 2000.
- Chapra , M. Umer, The Future of Economic an Islamic Perspektif, Jakarta: Shari’ah Economics and Banking Institute (SEBI), 2001
- \_\_\_\_\_, Islam dan Tantangan Ekonomi, Jakarta: Gema Insani, 2001

- Djazuli, Kaidah-Kaidah Fiqih: Kaidah-Kaidah Hukum Islam dalam Menyelesaikan Masalah-Masalah yang Praktis, Jakarta: Kencana, 2006
- Donnelly , Gibson Ivancevich, Organisasi: Perilaku, Struktur, Proses, Jilid 1 Edisi Kelima. Jakarta. Erlangga, 1996
- Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang, Sukuk, Jakarta: Departemen Keuangan. 2013
- Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia, Himpunan Fatwa Dewan Syariah Nasional, Jakarta: Bank Indonesia 2013
- Departemen Agama RI, al-Qur’ân dan Terjemahnya, Jakarta: CV. Indah Press, 1981
- Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang–Depkeu, Mengenal Sukuk Sebagai Instrumen Investasi dan Pembiayaan Berbasis Syari’ah”, <http://pengelolaankeuangan.wordpress.com/2008/12/08/mengenal-sukuk-instrumen-investasi-dan-pembiayaan-berbasis-syariah/>.
- Darmadji, Tjiptono dan Hendry M. Fakhruddin , Pasar Modal di Indonesia, Edisi Ketiga, Jakarta: Penerbit Salemba Empat. 2011.
- Ḍaif, Shauqi , Al-Mu’jam Al-Wasîf, Mesir : Maktabah şurauq ad-Dauliyyah, 2011
- Ḍarir (al), Al-Sidiq Muhammad al-Amin al-, al Gharar fi al ‘Uqud wa Atharuhu fi alTatbiqat al-Mu‘asarah, cet. pertama, Jeddah: Ma‘had al-Islami li al-Buhuth wa al-Tadrib alBank al-Islami li al-Tanmiyah, 1993
- Etzioni, Amitai, Organisasi-Organisasi Modern, Jakarta: Universitas Indonesia Press., 1985
- \_\_\_\_\_, “An Attempt to Understand the Economic Wisdom ( Hikmah) in The Prohibition of Riba.”,dalam [www.ajif.org.com/2006/07/10](http://www.ajif.org.com/2006/07/10) ( 22 Mei 2013)
- Firdaus ,Muhammad, dkk. Konsep Dasar Obligasi Syariah, Jakarta: Renaisan,2005

- Fatwa Dewan Syari'ah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN\_MUI) No. 69/DSN-MUI/VI/2008
- Guba, Egon G. & Yvonna S. Lincoln, *Effectice Evaluation*, San Frasco: Jossey-Bass Publishers, 1981.
- Gamal (el), Mahmoud A., *Islamic Finance; Law, Economics, and Practice*, New York : Cambridge University Press, 2006
- Haikal, Tanti, *Panduan Cerdas dan Syar'I Investasi Syari'ah ;Dinar, Emas, Sukuk, Reksadana*, Yogyakarta: Araska, 2011
- Huda, Nurul dan Mustafa Edwin Nasution, *Investasi Pada Pasar Modal Syari'ah*, Jakarta: Kencana, 2007
- Hadi, Nor, *Pasar Modal; Acuan Teoritis dan Praktis Investasi di Instrumen Keuangan Pasar Modal*, Yogyakarta:Graha Ilmu, 2013
- Husnan, Suad, *Dasar-Dasar Teori Portofolio Dan Analisis Sekuritas*, Edisi ke Lima Yogyakarta: BPFE, 2005
- Hicks, Herbert G. and Ray Gullet, *Organization Theory and Behavior* , London: Mc Graw Hill, 1981
- Hendropuspito, *Sosiologi Sistemik*, Jakarta: Penerbit Kanisius, 1989.
- Indrawijaya, I. Adam . *Perilaku Organisasi*, Bandung: Sinar Baru Algesindo. 2000
- Jauziyah (al), Ibnu Qayyim, *hashiyah Ibnu al-Qayyim*, Beirut: Dār al-Kutūb al-‘ilmiyyah, 1995
- J.T. Straub dan R.F. Attner, *Introduction to Bussiness*, California: Wadsworth Publishing, 1994.
- Karim, Adiwрман, *Bank Islam Analisis Fiqh dan Keuangan*, Jakarta : Raja Grafindo Persada,2011
- Kinney Jr., William R, *Commentary on The Relation of Accounting Research to Teaching and Practice: A 'Positive View*, New York: Accounting Horizons ,1989

- Koentjoroningrat,. *Kebudayaan, Mentalitas, dan Pembangunan*, Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama, 1994.
- Kahlani (al), Muhammad Ibnu Ismail, *Subul as-Salam*, Cetakan IV, Mesir: Maktabah Mustafa al-Babiy al-Halabiy, 1960
- Kasmir, *Bank dan lembaga keuangan lainnya*, Jakarta; PT RajaGrafindo Persada, 2001.
- Kasani (al), Imam, *al-Bada'i'u aṣ-ṣana'i'u*, Jilid IV, Bairut: Dār al-Fikr, 1974.
- Kitty Twysel, *Tips Memilih Broker Saham Online Terbaik dan Terpercaya*, <http://www.analisaforex.com/16/12/2013/broker-saham-online-terbaik-terpercaya/3932.html>
- Lloyd, Bruce, *The Role of Capital Market in Developing Countries*, Spring: The Moorgate and Wall Street, 1976
- Mawardi (al), *al-Aḥkām al-Sulṭaniyyah wa al-Wilāyah al-Diniyyah*, (Beirut: Dar alFikr, 1960.
- Muhammad dan R.Lukman Faurani, *Visi Al-Qur'an Tentang Etika dan Bisnis*, Jakarta: Salemba Diniyah, 2002.
- Machfoedz, Mas'ud dan Mahmud Machfoedz, *Kewirausahaan Suatu Pendekatan Kontemporer*, Yogyakarta: Akademik Manajemen Perusahaan, 2004
- Moleong , Lexy j., *Metodologi Penelitian Kualitatif* , Bandung: Remaja Rosyakarya, 2005
- Mas'adi, Ghufron A., *Fiqh Muamalah Kontekstual*, Jakarta: Raja Grafindo Persada, 2002
- Manan, Abdul. *Aspek Hukum dalam Penyelenggaraan Investasi di Pasar Modal Syari'ah di Indonesia*, Jakarta: Kencana, 2009
- Martindale, Donn, *Institutions, Organizations, and Mass Society*. New York: University of Minnesota,1996

- Matthew B. Miles & A. Michael Huberman. *Qualitative Data Analysis*, London: Sage Publication, Inc. Muljadi, A.J. 2009.
- Muslich, Ahmad Wardi, *Fiqh Muamalah*, Jakarta: Amzah, 2010
- Muslih (al), Abdullah dan Shalah ash-Shawi, *Fikih Ekonomi Keuangan Islam (Terj) Abu Umar Basyir*, Jakarta: Darul Haq, 2008
- Musa, Muhammad Yusuf, *Al-Fiqh al-Islamiy*, Cetakan III, Mesir: Dār al-Kitāb al-‘Arabiyy, 1957
- Muhammad, Al-Hasaini Taqiyyudin Abi Bakr Ibn, *Kifāyat al-Aḥyār fī Hilli Ghayat al-Iḥṭīṣar*, Surabaya: Dar al-Ilmi,tt
- Mancur Olson, *The Logic of Collective Action: Public Goods and The Theory of Groups*. London, England: Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts; 1971
- Nafik HR., Muhammad, *Bursa Efek dan Investasi Syari’ah*, Jakarta: Serambi, 2009
- Najmudin, *Manajemen Keuangan dan Aktualisasi Syar’iyyah Modern*, Yogyakarta: CV. Andi Offset, 2011
- Najmudin, *Manajemen Keuangan dan Aktualisasi Syar’iyyah Modern*, Yogyakarta: Andi Offset, 2011
- Naisaburi (al), Al-Imam Abul Husain Muslim bin al-Hajjaj bin Muslim bin Kausyaz al-Qusyairi, ṣaḥīḥ Muslim, Beirut: Dār Iḥy al-Turath al-‘Arabi, 1978
- Nawawi, Ismail, *Isu Nalar Ekonomi Islam; Kompilasi Pemikiran Filsafat dan Teori Menuju Praktik di Tengah Arus Ekonomi Global*, Buku 3, Sidoarjo: Dwiputra Pustaka Jaya, 2013.
- \_\_\_\_\_, *Islam dan Bisnis; Pendekatan Ekonomi, manajemen, Doktrin Teori dan Praktik*, Surabaya: VIV Press, 2011
- \_\_\_\_\_, *Fiqh Muamalah*, Surabaya: PNM, 2010

- \_\_\_\_\_, Ekonomi Kelembagaan Syari'ah, Surabaya: PNM, 2009
- \_\_\_\_\_, Ekonomi Islam Perspektif Konsep, Paradigma, Model, Teori dan Aspek Hukum, Surabaya: Vira Jaya Multipres, 2008
- Patton, Michael Quinn, *Qualitative Evaluation Methods*, Beverly Hill-London : Sage Publications, tt
- P. Wang and D. Soergel, *Cognitive Model of Document Use During a Research Project. Studi I. Document Selection*, J. Amer.Soc.Information SeI, 1998
- PT.Adira Dinamika Multi Finance Tbk. *Prospektus Penawaran Umum Obligasi dan Sukuk Mudharabah PT. Adira Dinamika Multi Finance Tbk*, Jakarta: BEI, 2013
- Qurṭubi (al), Muhammad Ibnu Rusyd, *Bidāyatu al-Mujtahid Wanihāyatu al-Muqtaṣid*, Vol 2, Bairut: Dār al-Fikr, 1995
- Qarḍawi (al), Yusuf, *al-Ḥalāl wa al-Ḥarām fi al-Islam*, Kaherah: Maktabah, 1989
- \_\_\_\_\_, *Norma dan Etika Ekonomi Islam*, Jakarta: Gema Insani, 2007
- Qazwînî (al), Abî Abdillāh Muhammad Bin Yazîd Bin Mājah , Sunan Ibnu Mājah, Kairo: Dar Ihya'il Kutub Al-Arabiyyah,tt
- Rofiq, Ahmad, *Pembaharuan Hukum Islam di Indonesia*, Yogyakarta: Gama Media, 2001
- Rodoni, Ahmad dan Abdul Hamid, *Lembaga Keuangan Syari'ah*, Jakarta: Zikrul Hakim, 2001
- Riandita, Mika, "Permasalahan Nasabah Saat Berinvestasi Saham di Pasar Modal", <http://mikariandita.blogspot.com/2012/05/08/pengaduan-nasabah-pasar-modal.html>.



- Shaukani (Ash), Muhammad bin Ali, Nailu al-Auṭar, Jilid V, Syirkah Ikatiddin, 1994
- Sholihin, Ahmad Ifham, Buku Pintar Ekonomi Syariah, Jakarta:PT Gramedia.2010.
- Sabiq, Sayyid, Fiqh as-Sunnah, Juz III, Beirut: Dar al-Fikr,1981
- Singarimbun, Masri dan Sofian Effendi, Metode Penelitian Survey, Jakarta: Pustaka LP3ES, 2013
- Skinner, Steven J. and Jhon Ivanceviech, Business for The 21 Century, California: Home Word, 1992.
- Saharuddin, Nilai Kultur Inti dan Institusi Lokal Dalam Konteks Masyarakat Multi-Etnis, Jakarta: Program Pascasarjana Universitas Indonesia, 2001.
- Strauss, Anselm dan Juliet Corbin, Dasar-Dasar Penelitian Kualitatif: Tatalangkah dan Teknik-teknik Teoritisasi Data, Jakarta: Pustaka Pelajar, 2010.
- Salim, Abu Malik Kamal bin As-Sayyid, Shahih Fikih Sunnah., Jakarta: Pustaka Azzam, 2007
- Suhendi, Hendi, Fiqh Muamalah, Jakarta: Raja Grafindo Persada, 2008
- Sanhury (al), Abdul Razaq, Nazariyyat al-‘Uqûd, Bairut: Dâr al-Fikr, tt Steeple, M.J. Hooper, D. & Winters C.N., Costing Costumer Value; an Approach for the Agile Enterprise” International Journal of Operations & Production Management. Vol. 21, No. 5/6. 2001
- Syirazi (al), Ibrahim ibn Yusuf, al-Mihazab, Mesir: Isa al-Halbi,tt
- Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk. (TPSfood), Prospektus Penawan Umum Obligasi dan Sukuk Periode April 2013, Jakarta: BEI, 2013
- Ṭayyar (Aṭ), Abdullâh bin Muhammad, Ensiklopedi Fiqh Muamalah, Yogyakarta: Maktabah al-Hanif, 2009

- Taneko, Sulaeman, *Struktur dan Proses Sosial: Suatu Pengantar Sosiologi Pembangunan*. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada., 2003.
- Turmuzi (al), Abu Isa Muhammad bin Isa bin Surah, *Sunan at-Tirmuzi, Juz IV*, Bairut: Dar al Kutub al-‘Ilmiyyah, 1994
- Udovitch, Abraham L., *Profit and Partnership in Medieval Islam*, Terj. Oleh Syafrudin Arif Marah Manunggal, *Kerjasama Syari’ah dan Bagi Untung Rugi Dalam Sejarah Islam Abad Pertengahan (Teori dan Penerapannya)*, Kediri: Qubah, 2008
- Uphoff, Norman.T. 2006. *Local Institutional Development: An Analytical Sourcebook with Cases, West Hartford Connecticut: Kumarian Press. 2006*
- \_\_\_\_\_, *Comparative Analysis of Complex Organizations, USA: The Free Press of Glencoe, Inc., 1985.*
- Wahid, Nazaruddin Abdul, *Sukuk: Memahami dan Membedah Obligasi pada Perbankan Syariah*, Jakarta: Ar Ruzz Media, 2010
- Yin, Robert K. “Studi Kasus Desain dan Metode” Jakarta: Raja Grafindo Persada, 2002.
- Y. Yusuf, Sarhadi dan Gunasekaran A., *Agile Manufacturing: the Drivers, Concepts and Attributes”*. *International Journal of Production Economics*. Vol. 62,1999
- Zuhayli (al), Wahbah, *Al-Fiqh Islāmy wa Adilatuhu, Juz IV*, Beirut ; Dār al Fikr, 1989.
- Zahrah (al) Muhammad Abu, *al-Milkiyah wa Nazariyyah al-‘Aqd*, (Bairut: Dār al-Fikr, 1976
- Zarqa (al), Mustafa Ahmad, *al-Fiqh al-Islāmiy Fi Thawbih al-Jadīd al-Madkhal al-Fiqh al-‘Amm*, Damaskus : Alfu Ba’ al-Adib, 1978.