

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:⁶

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

⁶ Latifah Hanum, Kepala Unit Divisi Penilaian Perusahaan Efek Bersifat Utang, *Wawancara*, Jakarta, 3 Desember 2013. Diskusi juga dilakukan bersama Erlan Suherlan, Kepala Divisi Perdagangan Efek Bersifat Utang, *Wawancara*, Jakarta, 3 Desember 2013

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 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 devisi tersendiri, sehingga

Berdasarkan hasil analisis yang dilakukan melalui studi lapang dan diskusi dengan nara sumber diperoleh simpulan bahwa 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-*shari'ah*-an praktik perdagangan efek *shari'ah* di pasar modal. Sehingga beberapa kalangan masyarakat baik dari lingkungan akademisi, investor, maupun pelaku pasar lainnya masih sering mempertanyakan ke-*shari'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 *shari'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 *shari'ah* dalam sukuk termasuk tentang *ujrah* pada sukuk *ijârah* dan nisbah bagi hasil pada sukuk *muðarabah* 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 *shari'ah* atas perdagangan Efek Syariah di pasar sekunder.

2. 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.

shari'ah di pasar sekunder diperbolehkan. Hal ini dengan argumentasi bahwa transaksi di bursa merupakan *fiqh mu'amalah* 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

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 mengedepankan kesepakatan para pihak yang terlibat dalam kontrak. Tidak ada cara lain karena “*we don't have any Islamic market rate*”.

Kanny-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 *benmarch* 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.

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 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 (*al-tafwiz*). 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

dengan investor dengan batas waktu tertentu yang disepakati dan akan dibeli kembali oleh emiten pada saat jatuh tempo.

b. 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 akan diakhiri 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

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.

c. 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 danterpisah 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*), KPEI 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

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-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 *darar*, *gharar*, *riba'*, *maysir*,

rishwah, maksiat dan kezaliman. Oleh karena itu, pelaksanaan transaksi derivatif tersebut masih dikategorikan sebagai transaksi yang dilarang.

B. 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 *duodiligence* 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 perantara 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 mengadmitsitrasikan 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.

C. 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 transasksi 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

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. 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 haqiqiy* 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.

Obyek akad dalam kontrak ini adalah *underlyng asset* yang akan mewakili sertifikat sukuk *ijārah*. Sedangkan pada kontrak *sublease* emiten (penerbit sukuk) bertindak sebagai penyewa (*musta'jir*) karena *underlyng asset* miliknya telah disewakan kepada Wali Amanat yang mewakili investor. Kontrak *leasedan 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, namun justru ceroboh karena aktor kontraktual merupakan unsur terpenting dalam sebuah kontrak. Kontrak *ijārah* ini direalisasikan terlebih dahulu sebelum sukuk diperdagangkandi 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 *underlyng asset* yang dimiliki oleh emiten inilah yang dijadikan

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 dikenal dengan *benmarch bunga* dengan standar SIBOR (*Singapore Interbank Offered Rate*), LIBOR (*London Interbank Offered Rate*) maupun JIBOR (*Jakarta Interbank Offered Rate*) maupun tergantung kesepakatan para pihak, standart mana yang akan digunakan dalam kontrak mereka. Sepanjang *benmarch* 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 *ujrah* diharuskan berupa sesuatu yang diperkenankan pemanfaatannya oleh syara'.

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 *sahībul māl* atau investor tidak dapat meminta jaminan dari pihak *muḍarib* untuk memastikan kembalinya modal dan atau keuntungannya (*profit*). Karena dalam kontrak *muḍarabah* hubungan antara 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

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.

Model pembagian nisbah bagi hasil (*profit*) pada sukuk pada umumnya menggunakan *revenue sharing*. *Muḍarib* membagikan nisbah kepada investor berdasarkan pendapatan bruto dengan porsi yang disepakati antara investor (*ṣahīb al-māl*) dengan emiten (*muḍārib*) selama periode tertentu dengan ketentuan pendapatan yang dibagihasilkan berupagross *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 (*ṣahīb al māl*) dari upaya nakal para pengusaha dan sifat ceroboh dalam

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 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 *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 *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

Penelitian merupakan suatu usaha menemukan pengetahuan ilmiah. Pengetahuan (*knowledge*) adalah segala sesuatu yang kita ketahui yang jumlahnya sangat banyak dan beragam, sedangkan pengetahuan ilmiah (*science*) adalah pengetahuan yang mengikuti aturan-aturan ilmiah. Walaupun tidak semua ilmu pengetahuan diperoleh dari hasil penelitian. Namun posisi penelitian menempati peran yang sangat strategis dalam menghasilkan ilmu pengetahuan yang terpercaya.

Aktifitas pikir dalam penelitian bukan semata-mata memindahkan teori-teori yang sudah mapan hasil pikir *authoritatif* dan *intuitif* ke dalam suatu rancangan penelitian untuk dibuktikan kebenarannya, akan tetapi merupakan aktifitas pikir ilmiah. Peneliti harus paham bagaimana melakukan penelitian untuk menguji teori-teori atau menemukan yang masih rahasia dengan menggunakan kerangka berpikir yang rasional yang dapat menganalisis data/fakta secara ilmiah sehingga menjadi teori yang teruji kebenarannya dan berarti bagi pemecahan masalah dan pengembangan ilmu.

Untuk dapat memperoleh pengetahuan yang benar, penelitian dilaksanakan dengan menggunakan metode ilmiah oleh peneliti yang memiliki integritas ilmiah. Artinya, penelitian dilaksanakan berdasarkan teori-teori, prinsip-prinsip serta asumsi-asumsi dasar ilmu pengetahuan, dengan menggunakan penalaran deduktif-deduktif serta prosedur dan teknik sistematis.

Dari uraian di atas dengan mengemukakan berbagai keterbatasan kajian dengan mengungkapkan berbagai alasan untuk pengembangan pemikiran ilmiah

terkait dengan penelitian kualitatif serta penggunaan kepekaan teori, maka dapat memotivasi pada peneliti lain untuk mengembangkan penelitian ini.

Tidak ada hasil penelitian yang sempurna. Semua hasil penelitian pasti mempunyai keterbatasan-keterbatasan. Peneliti yang berpengalaman memahami keterbatasan-keterbatasan yang terjadi. Keterbatasan-keterbatasan peneliti perlu disebutkan untuk diperbaiki di riset-riset atau peneliti mendatang.

Keterbatasan-keterbatasan peneliti berhubungan dengan sesuatu yang tidak dapat dilakukan di peneliti yang seharusnya dilakukan karena adanya faktor-faktor yang tidak dapat diatasi oleh peneliti. Keterbatasan-keterbatasan ini misalnya adalah keterbatasan dana, keterbatasan waktu dan keterbatasan tidak tersedianya data, keterbatasan hasil penelitian, dapat ditransferability apabila didukung data di seting penelitian yang lain.