

## SUKUK SEBAGAI INSTRUMEN KEUANGAN ISLAM INOVATIF DINAMIS ANTARA HARAPAN DAN TANTANGAN

Oleh: Alimin<sup>1</sup>

***Abstrak :** It is true that sukuk is an innovative work on financial instruments in Islamic capital market because it is so flexible, has many alternative types, applicable in various forms of financing, and in accordance with the characters of investment in the contemporary era of economic globalization. Although sukuk has been growing quite rapidly, but substantively, Sukuk are still searching for the ideal face to be applied in the modern business mechanism, particularly in terms of suitability of Islamic economic law (shariah compliant), risk management, and provision of appropriate tools. And it is a mistake to force all the characters of the conventional bonds to sukuk as sukuk has its own characters with its own privileges as well.*

**Keywords :** Sukuk, Pasar Modal, Obligasi

### PENGERTIAN SUKUK

Sukuk adalah instrumen pasar modal alternatif dari obligasi, dan dulunya (sampai tahun 2004) bernama obligasi syariah, namun demikian sukuk tidak sama atau jauh berbeda dengan obligasi konvensional dari banyak segi. Sukuk mengadopsi beberapa karakter obligasi konvensional, utamanya sebagai alat pembiayaan jangka menengah, namun secara struktur karakter sukuk lebih dekat saham. Dan merupakan suatu kekeliruan untuk memaksakan karakter yang dimiliki obligasi konvensional terhadap sukuk karena sukuk karakter tersendiri dengan keistimewaan tersendiri pula.

Secara terminologi, sukuk adalah efek Syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas kepemilikan aset berwujud tertentu; nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu; atau, kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi

---

<sup>1</sup> Penulis adalah dosen Ekonomi Islam pada STAIN Batusangkar

tertentu (Kep. Ketua Bapepam, 2006: Kep-130/Bl/2006). Secara lebih lengkap Organisasi Akuntansi dan Auditing bagi Lembaga Keuangan Islam (*The accounting and Auditing Organisation Of Islamic Financial Institutions* [AAOIFI]) mendefinisikan sukuk, sebagai sertifikat bernilai sama yang merupakan bukti kepemilikan prorata yang tidak dapat dibagikan atas suatu aset, atau hak manfaat, atau jasa-jasa atau akuitas pada beberapa aset suatu proyek atau pada kegiatan investasi tertentu, sedang semua itu terjadi setelah penutupan masa penawaran pasar perdana, dan nilai sukuk sudah diterima, dan setelah dana tersebut mulai digunakan sesuai dengan tujuan penerbitannya (Kep. AAOIFI, No. 17 tahun 2003). Definisi AAOIFI mencakup berbagai macam bentuk sukuk, yaitu sukuk mudhârabah, musyârahah, ijârah, murâbahah, salam, dan istishnâ`.

Di Indonesia, sukuk awalnya lebih dikenal dengan nama obligasi syariah, walaupun nama yang lebih tepat adalah sukuk, dan nama sukuk juga direkomendasikan oleh Lembaga Fatwa OKI, Majma` al-Fiqh al-Islami, yang berkedudukan di Jeddah. Di Malaysia, sebelum tahun 2005 obligasi syariah lebih dikenal dengan nama Bon Islam (*Islamic Bonds*), namun mulai tahun 2005 nama sukuk diresmikan untuk digunakan seperti sukuk ijârah dan sukuk musyârahah (Laporan Tahunan Suruhanjaya Sekuriti Malaysia, 2005).

Sekilas nampak bahwa sukuk adalah bentuk kapitalisasi utang dalam Islam (*Rasmalah al-Duyun*) dengan menjadikan utang sebagai modal dalam berusaha, lalu utang tersebut akan dikembalikan dalam jangka waktu tertentu. Namun demikian, pada hakikatnya sukuk bukanlah utang tapi investasi berjangka terbatas atau "saham dengan jangka dengan terbatas". Dengan demikian, kedudukan sukuk terletak obligasi dan saham.

## **URGENSI SUKUK**

Era globalisasi menimbulkan derasnya arus modal di semua ruang tempat dan waktu, selanjutnya kondisi ini diantaranya menuntut adanya inovasi dan rekayasa keuangan (*financial engineering*) yang sejalan kemajuan teknologi, informasi, dan transportasi. Ahli keuangan Islam tidak ketinggalan dalam mengakomodir perubahan ini, maka sukuk merupakan sebuah penemuan atau rekayasa keuangan yang cukup inovatif dalam dekade terakhir bagi keuangan Islam.

Ketika sebuah instrumen keuangan Islam semacam sukuk memasuki dunia pasar modal, berarti masuk dalam lingkungan pasar yang sesuai dengan semua kriteria, kualifikasi, dan daya tahan agar ia dapat kompetitif dan tetap digemari para pelaku pasar. Maka, sukuk sebagai sebuah produk pasar modal harus dapat memenuhi kebutuhan ekonomi para pelaku pasar, mulai dari produsen (emiten sukuk), pedagang, dan juga pembeli (investor), jika tidak demikian, maka ia tidak akan dapat bertahan di pasar karena tidak memberikan manfaat yang diharapkan para pelaku pasar. Sukuk modern dilahirkan para penggagasnya sesuai dengan kebutuhan pasar Islami, yaitu sebagai instrumen investasi jangka menengah bagi para investor Muslim, sekaligus guna mengisi kekosongan produk yang dapat mengimbangi produk obligasi konvensional yang sarat dengan bunga (Abdul Rahim Abdul Rahman, *International Journal of Islamic Financial Services*, Vol. 4, No. 4: 70).

Motivasi Islam untuk menjaga harta dan pengembangannya dengan metode yang paling baik menjadi salah satu dari lima pilar pokok spirit pranata hukum Islam (*al-dharuriyât al-khamsah -the legislation guarding the five necessities*), yaitu kewajiban menjaga harga (*hifz al-mâl -guarding the property*) yang selanjutnya menjadi spirit pengembangan ekonomi Islam. Investasi dan pengembangan harta jelas sangat didorong oleh Islam seperti adanya larangan untuk mengidamkan harta (*al-kanz*), perintah bekerja dan berusaha, dan perintah untuk mengembangkan harta anak yatim.

Guna menerapkan prinsip perlindungan terhadap harta, para ahli fikih membuat berbagai aturan, prinsip, dan teori yang dapat menjamin terciptanya manajemen investasi yang baik secara mikro maupun makro seperti kelegalan perdagangan, pelarangan riba, larangan perilaku pemborosan harta, larangan monopoli, dan semua bentuk perilaku judi dan spekulasi yang mengandung tujuan memperoleh harta dengan cara yang batil serta merusak hubungan baik sesama manusia.

Salah satu media dan mekanisme modern dalam mengembangkan harta adalah pasar modal (*capital market -sûq ra's al-mâl*). Pada pasar modal pihak yang memerlukan dana (kalangan usaha) dan pihak yang kelebihan dana (investor) dapat saling memberi manfaat karena pada hakikatnya kedua pihak saling memerlukan. Kalangan usaha memerlukan dana guna mengembangkan usahanya, sedangkan investor perlu menumbuhkembangkan harta mereka. Pada pasar modal kedua pihak mempunyai pilihan dalam menentukan model kontrak yang mereka

inginkan seperti melalui saham dan obligasi. Pada era kontemporer, pasar modal merupakan lahan esensial dan peluang penting bagi setiap investor Muslim karena sudah tertata sedemikian rupa dan rapi sesuai dengan mekanisme investasi kontemporer.

Pentingnya pasar modal bagi muslim dapat dilihat dari banyaknya lembaga-lembaga fatwa nasional dan internasional yang mengeluarkan fatwa tentang berbagai mekanisme pasar modal. Fatwa Majma' al-Fiqh al-Islamiy -*Islamic Fiqh Academy*, Lembaga Kajian Fiqh Islam Organisasi Konferensi Islam (OKI) di Jeddah tanggal 17-20 Maret 1990 M (Syaban 1410 H) dalam fatwa Pasar Modal menyatakan: "Perhatian terhadap pasar modal merupakan bagian dari kewajiban guna menyempurnakan kewajiban lainnya dalam menjaga dan menumbuhkembangkan harta, dan bahwa pasar modal konvensional kontemporer tidak dapat dijadikan contoh ideal bagi investasi dari sudut pandang Islam, maka usaha guna menyempurnakan pasar modal agar sesuai dengan aturan Islam harus dilakukan" (Abdul Wahab, 1993: 155).

Oleh karena obligasi konvensional diharamkan syariah karena mengandung akad ribawi, maka saat sejak tahun 2001 kaum Muslim sudah mempunyai alternatif investasi jangka menengah pengganti obligasi konvensional, yaitu sukuk. Pelarangan riba adalah *core* dari aplikasi aliran ekonomi Islam, meski bukan segalanya karena pelarangan riba adalah implemmentasi dari prinsip keadilan dan persaudaraan yang terdapat dalam ekonomi Islam yang memberikan implikasi yang sangat luas terhadap perekonomian umat manusia, baik secara mikro maupun makro.

Sejak munculnya, sukuk sebagai alternatif dari obligasi konvensional telah menarik perhatian berbagai kalangan, baik kalangan pelaku pasar sukuk, akademisi, perusahaan, negara, maupun negara nonIslam seperti Jerman dan Amerika serta lembaga-lembaga keuangan internasional seperti Bank Dunia dan IMF, yang menunjukkan bahwa potensi pasar sukuk yang besar dan terus meningkat (Zamir dan dan Abbas, 2007: 186). Nilai emisi sukuk yang terbit sejak tahun 2001 sampai tahun 2010 sudah mencapai USD133,69 milyar (November 2010). Di Indonesia, sejak tahun 2002 sampai saat ini (2010) sukuk sudah diterbitkan oleh berbagai perusahaan dan juga oleh negara sejumlah Rp. 34,9 triliun (data diolah penulis dari <http://www.bapepam.go.id> dan <http://www.bei.co.id>). Rata-rata setiap penerbitan sukuk tersebut mengalami kelebihan permintaan.

Menurut laporan perusahaan pemeringkatan Standard and Poors dan Moody's Investor, perkembangan sukuk sejak tahun 2001 sampai 2008 naik setiap tahun rata-rata 35% (Lap. Dubai Islamic Bank, 2009). Total volume emisi sukuk global sejak tahun 2001 sampai tahun 2008 mencapai USD115 milyar, yaitu dengan perincian, 2001-2002 berjumlah USD1 milyar, 2003 berjumlah USD6 milyar, 2004 berjumlah USD7 milyar, 2005 berjumlah USD12 milyar, 2006 berjumlah USD26,8 milyar, 2007 berjumlah USD34,3 milyar, 2008 berjumlah USD19 milyar. USD9,3 milyar tujuh bulan pertama tahun 2009 (Ma'bad `Ali al-Jarhiy dan `Abdul `Azîm Jalâl, Makalah, 2009: 11). Jika dihitung dengan semua sukuk domestik, jumlah tersebut lebih besar. Pada tahun 2008, total nilai sukuk outstanding di Malaysia saja, mencapai USD155 milyar. Menurut Laporan Islamic Financial Institution Services (IFIS), sampai Juni 2009, total sukuk outstanding di dunia adalah USD204 milyar. Sedang jumlah emisi sukuk sampai Juni 2009 di Malaysia mencapai USD7,6 milyar. Dengan catatan, secara global total asset keuangan Islam sampai Oktober 2009 mencapai USD988 milyar. Secara prosentase, asset industri keuangan Islam mengalami kenaikan 23,5% tiap tahun antara tahun 2006 sampai 2008 (Islamic Finance News: Asia Report, Majalah, 2009: 8).

Perkembangan sukuk yang *incredible* sebenarnya sudah sewajarnya terjadi demikian karena secara filosofis, investasi dengan sukuk harus diterima oleh setiap Muslim dan menolak obligasi konvensional yang nyata-nyata diharamkan oleh semua lembaga fatwa. Sedangkan dari kacamata ekonomi, sukuk harus tumbuh dan berperan besar bagi banyak lembaga keuangan Islam untuk alat manajemen likuiditas (*Liquidity Management Tool*) sebagai masalah serius yang dihadapi oleh berbagai lembaga keuangan Islam yang berkembang pesat (Adam Dan Abdulkader Thomas, 2004: 3). Bahkan Bahrain Monetary Agency sengaja menerbitkan sukuk salam untuk membantu lembaga keuangan Islam pada negaranya untuk tujuan manajemen likuiditas lembaga-lembaga keuangan Islam Bahrain (<http://www.lmc Bahrain.com/index.asp>, 30 September 2005).

## HARAPAN TERHADAP SUKUK

Menurut penulis, banyak harapan digantungkan keuangan Islam pada sukuk karena fleksibilitas yang dimilikinya dan cukup mudah menjadikannya taat asas syariah sesuai dengan mekanisme perekonomian modern. Sukuk dapat diterapkan pada berbagai bentuk investasi dengan

berbagai tipenya dan juga efektif dari segi tuntutan pasar modern (sisi *supply* dan *demand*) dan kesesuaian rekayasa keuangan syariah.

Era globalisasi pada hakikatnya telah membentangkan jalan mulus bagi sukuk karena berbagai karakter investasi yang diperlukan sukuk sangat terbantu oleh karakter globalisasi. Era globalisasi ekonomi mempunyai beberapa karakter berikut (Zamir Iqbal dan Abbas Mirakhor, 2007: 295-311):

1. Seseorang atau sebuah institusi *borrower* dapat meminjam uang dengan tingkat bunga lebih rendah ke sebuah lembaga keuangan yang terletak di balik dunia. Dan melalui kemajuan informasi ia mengetahui berbagai fasilitas dari lembaga keuangan tersebut.
2. Sebuah institusi keuangan atau seorang investor berani menanamkan dananya pada sebuah lembaga keuangan ataupun bisnis yang jauh dari negerinya. Dan dengan kemajuan informasi, ia tahu bagaimana prospek investasi pada lembaga keuangan ataupun bisnis tersebut.
3. Seseorang berani bekerjasama (*share risk and return*) melewati batas-batas negara.
4. Semua transaksi antar negara tersebut tidak perlu pada passport, tidak ada diskriminasi warna kulit, ras, dan daerah asal. Semua transaksi tidak terhalang oleh angin dan badai, guna mencari return yang lebih tinggi dan memuaskan.
5. Semua kesempatan (*opportunities*) investasi terus terbuka, baik untuk bunga hutang ataupun untuk deviden saham.
6. Pasar keuangan sudah semakin meluas dan juga semakin mendalam (*deeper*).
7. Arus perdagangan semakin besar dan kencang, gerakan keuangan, investasi, dan produksi tidak tersembunyi dan tidak terintangi, yang disertai oleh adanya standarisasi proses, regulasi, dan institusi internasional, serta difasilitasi pula oleh arus informasi yang bebas, mudah, dan bahkan cuma-cuma.

Demikianlah wajah globalisasi ekonomi kontemporer yang melahirkan liberalisasi ekonomi dan ekonomi terintegrasi sehingga ekonomi mengumpulkan semua momentum dan mudah menyebar, lalu sesuai tuntutan zaman dengan sendirinya terciptalah inovasi keuangan, transparansi, akuntabilitas, standarisasi Internasional, dan kebutuhan akan

*good governance* baik pada sektor publik maupun swasta. Kondisi ini membuat investor tidak ragu lagi untuk *risk and reward sharing*, dan bahkan sistem *fixed price debt contract (fixed interest)* akan sirna, lalu wajah keuangan dunia akan berubah, karena sistem "bunga" akan tetap dianggap sebagai *game* yang tidak adil (Zamir Iqbal dan Abbas Mirakhor, 2007: 300). Maka, sebagai sebuah produk alternatif dari obligasi konvensional untuk investasi jangka menengah, sukuk harus juga memenuhi berbagai kriteria atau tuntutan ekonomi modern. Berdasarkan fenomena tersebut, harapan terhadap sukuk semakin menarik jika ditinjau dari beberapa segi berikut, yaitu:

Pertama, masalah sukuk merupakan masalah relatif baru namun ternyata mendapat sambutan pasar yang demikian besar, karena mengalami perkembangan signifikan dari segi sambutan pasar, baik pada sisi penawaran (*supply*) maupun permintaan (*demand*) karena rata-rata setiap sukuk diterbitkan selalu kelebihan permintaan (*oversubscribed*), baik dalam maupun luar negeri. Maka berbagai kelemahan sukuk akan dapat diatasi dalam skala yang lebih besar.

Kedua, munculnya fatwa tentang keharaman obligasi konvensional merupakan latar belakang munculnya sukuk seperti Fatwa Majma' al-Fiqh al-Islamiy (sebuah departemen kajian hukum Organisasi Konferensi Islam [OKI]) di Jeddah tanggal 20 Maret 1990 dan Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia no: 32/DSN-MUI/IX/2002, tentang Obligasi Syariah. Semua fatwa tersebut telah menutup peluang bagi pengusaha dan investor muslim untuk menggunakan obligasi konvensional untuk beralih pada sukuk.

Ketiga, lahirnya fatwa-fatwa tentang obligasi alternatif syariah, sukuk, seperti: 1) Fatwa Majma' al-Fiqh al-Islamiy di Jeddah tanggal 20 Maret 1990 tentang alternatif produk sukuk mudharabah dan fatwa No. 15 tahun 2004 tentang Sukuk Ijarah. 2) Lahirnya Standar Syariah tentang sukuk oleh AAOIFI (Accounting and Auditing Organization for Islamic Institutions) Bahrain Tahun 2003 disebutkan tentang berbagai model sukuk yang dapat diterbitkan serta ketentuan masing-masing. 3) Munculnya fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN MUI) No.32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah dan fatwa No.33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah Mudharabah pada tanggal 14 September 2002 serta fatwa no: 41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syariah Ijarah. Semua fatwa tersebut telah membuka peluang sekaligus

memberikan alternatif bagi pengusaha dan investor muslim untuk investasi jangka menengah. Dengan demikian, pasar modal syariah dikembangkan dalam rangka mengakomodir kebutuhan umat Islam yang ingin melakukan investasi pada produk-produk pasar modal yang sesuai dengan prinsip dasar syariah. Selanjutnya, dengan semakin beragamnya sarana dan produk investasi, diharapkan masyarakat akan memiliki alternatif berinvestasi yang dianggap sesuai dengan keinginannya.

Keempat, sukuk diharapkan menjadi salah satu faktor penting dalam membangun perekonomian nasional maupun daerah seperti dengan mengkombinasikan sukuk dengan sistem B.O.T (Munawar Iqbal dan Thariqullah Khan, 2004: 79.), karena secara teoritis maupun praktis yang sudah berjalan di luar negeri produk sukuk telah mampu memberikan kontribusi positif dalam pembangunan negara. Disamping alasan tersebut, pasar modal Indonesia tidak akan mempunyai daya saing global bila tidak memiliki fasilitas dan instrumen yang dimiliki negara lain, seperti adanya pasar modal syariah berikut instrumen-instrumennya, seperti sukuk. Pasar modal di era globalisasi ekonomi ini telah menjadi *financial nerve centre* (saraf finansial dunia), bahkan perekonomian modern tidak akan mungkin bisa eksis tanpa adanya pasar modal yang tangguh dan berdaya saing global serta terorganisir dengan baik.

Kelima, sukuk juga diharapkan akan mampu menarik investor dan menyerap investasi baik di luar negeri khusus investor Timur Tengah yang dianggap sebagai sumber potensial, maupun sumber dana dari dalam negeri sendiri. Potensi Dana investor Timur Tengah diperkirakan 2 Triliun USD pertahun menurut Majalah al-Wathan (<http://www.al-watan.com>., 13 Maret 2007).

Keenam, sukuk bukan sekedar trend tapi juga suatu kebutuhan mutlak dalam mengembangkan ekonomi syariah di Indonesia karena sukuk tidak hanya akan memberikan kesempatan lebih besar pada individu kaum muslimin untuk berinvestasi secara Islam karena adanya hambatan psikologis untuk berinvestasi secara konvensional yang sarat dengan unsur spekulasi dan bunga utang yang diharamkan Islam, namun tidak lebih kurang pentingnya bagi manajemen likuiditas institusi-institusi keuangan Islam yang sedang berkembang seperti bank-bank syariah, dana pensiun syariah, dan asuransi syariah.

Ketujuh, dari segi perlindungan terhadap prinsipal (modal investor), risiko investasi dengan sukuk relatif lebih aman dari pada obligasi

konvensional (al-Suwailem, 2006: 64), karena ia di-*backup* oleh aset bahkan dalam hal ini, pelajaran yang diambil dari praktek EBA (Efek Beragun Aset) konvensional banyak memberikan dukungan teori dan praktik pada sukuk, disamping itu sukuk memberikan rasa aman secara spiritual dan adil secara ekonomi.

## TANTANGAN TERHADAP SUKUK

Namun demikian, sebagai produk baru, sukuk masih mencari wajah (struktur dan mekanisme) yang lebih ideal karena berhadapan dengan berbagai masalah teoritis dan teknis khususnya yang berkaitan dengan penyesuaian antara tuntutan pasar dan tuntunan fikih dimana hal tersebut dapat dilihat dari tataran pelaksanaannya, baik di dalam negeri maupun di luar negeri.

Sebagai suatu catatan, baik di Indonesia maupun luar negeri, aturan pemerintah dan fatwa detail tentang sukuk dari lembaga-lembaga fatwa terkemuka baru muncul setelah sukuk diterbitkan pasar. Nampaknya pasar lebih lincah dari regulasi. Setelah fatwa-fatwa tersebut lahir, pasar berjalan lebih jauh dan cepat. Hal ini terbukti dengan banyak tipe sukuk yang lahir dengan berbagai karakternya seperti *Guaranteed sukuk*, *Convertible Sukuk* oleh PCFC Sukuk pada Januari 2006, *callable sukuk*, *redeemable sukuk* oleh Sukuk Ijarah BMA Bahrain tahun 2003, *Subordinated Sukuk Musyâraha* AmIslamic Bank Malaysia pada 21 Desember 2006, *Redeemable Secured Serial Bonds*, dan *WCT Engineering BHD Redeemable Sukuk with Warrant (syirkah al-inân bersama [detachable] al-'qad al-tabarru')* (Islamic Finance News, Majalah, Vol. 5, 28 Maret 2008: 9)

Salah satu fakta menarik tentang sukuk dan fakta tersebut dapat ditafsirkan dari berbagai sudut pandang berhubungan teori, struktur, dan mekanisme sukuk, secara langsung dapat ditinjau trend tipe sukuk yang diterbitkan oleh berbagai emiten di dalam negeri, selanjutnya tipe tersebut juga terlihat berbeda jauh dengan trend tipe sukuk yang terbit di luar negeri khususnya di Malaysia.

Jika dibandingkan dengan tipe emisi sukuk Malaysia dapat dilihat sebuah perkembangan tipe yang terbalik, yaitu tipe sukuk bagi hasil lebih dominan dalam dua tahun terakhir (Laporan Tahunan Bank Negara Malaysia, 2004-2006: <http://www.bnm.gov.my>). Malaysia mulai banyak menggunakan tipe bagi hasil *mudhâraha* dan *musyâraha* pada tahun 2005

dan 2006, sedangkan Indonesia justru meninggalkannya. Tahun 2006 sebanyak 70% sukuk Malaysia didominasi sukuk musyarakah, dan tahun 2009, porsi sukuk bagi hasil masih tinggi di Malaysia, yaitu 35% dari total sukuk (RAM Ratings, 2009). Fenomena ini perlu mendapat perhatian secara ilmiah terutama jika berkaitan tipe dan struktur sukuk dimana ia akan membuat pasarnya sendiri sebagaimana disimpulkan tim studi Depkeu-Bapepam Investasi Syariah di Pasar Modal Indonesia (*Studi tentang Investasi Syariah di Pasar Modal Indonesia*, 2004: 88).

Di Indonesia, sampai tahun 2004, tipe sukuk didominasi oleh sukuk mudharabah, namun setelah tahun 2004, sukuk ijarah lebih mendominasi tipe sukuk ijarah. Pada tahun 2006, 2009, dan 2010, sepertinya tipe sukuk mudharabah sudah sama sekali ditinggalkan. Menurut analisa penulis, fenomena demikian terjadi karena pasar lebih menyukai *fixed return* dari *floating return*. Pasar modal selama ini sudah begitu familiar dengan fixed return sebagaimana yang terjadi pada obligasi konvensional, disamping itu modal investor akan lebih terjaga dengan menggunakan tipe sukuk ijarah.

Analisa penulis, semua teori tentang semua tipe sukuk sebagaimana yang dikandung fatwa AAOIFI khususnya karena lebih detail adalah benar dan mungkin untuk diaplikasikan, jika semua pihak disiplin dan berkomitmen untuk menjalankannya. Namun praktek tawarruq terorganisir atau *at-tawarruq al-munazzham (organized tawarruq)* nampaknya lebih mengemuka daripada transaksi ril yang sesuai dengan core transaksi dalam Islam dimana semua pihak ingin terlepas dari risiko-risiko bisnis seperti tidak terjadinya transaksi ril (*true sale*) dalam sukuk ijarah dan terjadinya jaminan atas pada sukuk mudharabah dan musyarakah. Jika dibandingkan dengan saham yang padanya benar-benar terjadi true sale dan berbagi risiko, maka penerapannya pada sukuk akan lebih mudah karena dapat digunakan analisa keuangan yang lebih jelas dengan bantuan SPV (*Special Purpose Vehicle*). Kandungan tawarruq munazzham dan potensi 'inah akan lebih kentara jika kita analisa pada sukuk SDHI (Sukuk Dana Haji Indonesia) yang menggunakan *khadamat* (jasa atau servis paket pelayanan haji) sebagai obyek transaksi.

Usaha menemukan format obligasi yang sejalan dengan syariah sebenarnya telah dilakukan oleh para pemikir ekonomi Islam sejak tahun 1970-an dimulai dengan Obligasi Mudhârabah Yordania tahun 1978 (Zamir Iqbal dan Abbas Mirakhor, 2007: 176-177), dan sampai sekarang masih mencari format yang paling ideal. Dan berbagai produk obligasi yang selalu

dimodifikasi tersebut selalu mendapat sambutan sangat positif dari pasar, bila tidak dikatakan luar biasa, khususnya di luar negeri. Sukuk dapat dikatakan baru menemukan wajah yang lebih ideal pada tahun 2001 semenjak Malaysia menerbitkan global sukuknya, lalu diikuti oleh berbagai negara di Timur Tengah (Ali Arsalan Tariq, 2004: 30).

Sedangkan perdebatan mengenai kesesuaian antara tuntutan pasar dan tuntutan syariah mulai sejak Pemerintah Yordania akan menerbitkan sukuk muqaradhad tahun 1978 sesuai dengan ide yang dimunculkan oleh Sami Hamud khususnya mengenai jaminan keutuhan modal mudhârabah (Muhammad 'Utsman Syabîr, 1999: 235), lalu perdebatan semakin memuncak sejak Malaysia menerbitkan secara intensif sejak tahun 1995 karena melegalkan jual beli sukuk berbasis utang (Ali Arsalan Tariq, 2004: 19), dan pada awal tahun 2008, Ketua Dewan Syariah AAOFI, Muhammad Taqi Usmani, mengeluarkan suatu maklumat bahwa 85% sukuk yang terbit selama ini di Negara-negara Teluk tidak sesuai dengan syariah. Ia menyatakan: "About 85 per cent of Gulf Islamic sukuk do not really comply with Sharia'a law, No comment about Malaysian sukuk!" (Sheikh Taqi Usmani, Makalah, 2008).

Sampai saat ini, dunia pasar modal Islam sudah mengenal dan menerima konsep sukuk mudhârabah, musyârahah, ijârah, murâbahah, salam, dan istishnâ' sebagai obligasi yang menjadi alternatif Islami dari obligasi konvensional dengan *fixed interest*-nya. Meskipun sebagiannya model sukuk tersebut dapat diperjualbelikan pada pasar sekunder, namun tingkat likuiditasnya masih menjadi perdebatan serius dari segi kesesuaiannya dengan syariah dan tingkat kompetitifnya dibandingkan dengan obligasi konvensional. Maka, perdebatan terus berjalan dalam berbagai segi struktur akad sukuk seperti penjaminan keutuhan laba dan modal, diskusi sekitar menyamakan sukuk ijârah dengan jual beli *tawarruq*, pembayaran laba secara periodik, dan keraguan masuknya skema bai' *înah* dalam sukuk (Muhammad al-Bashir Muhammad al-Amine, International Journal of Islamic Financial Services Vol. 3: 1).

Penerapan sistim *loss and reward sharing* dalam operasional sukuk terdapat beberapa tantangan, yaitu:

Pertama, krisis kepercayaan: Dalam suasana ekonomi bebas terkendali versi ekonomi Islam, krisis kepercayaan akan hilang dengan sendirinya dimana para pemain yang tidak fair akan tersingkir untuk maju. Semua pihak akan berusaha menjaga kepercayaan (*trust*), karena jika tidak

demikian, tidak akan dilirik oleh para investor. Di sini peran pemerintah selaku (regulator ekonomi Islam) sangat berperan kapan perlu dengan memberikan hukuman moral terhadap para ekonomi yang tidak jujur. Dalam sejarah Islam dikenal sebuah standar moral umum yang dikenal dengan istilah '*adl*' dan '*tsiqah*', yaitu jika seseorang sudah tidak berprediket '*adl*' dan '*tsiqah*', maka ia tidak boleh menduduki semua posisi yang membutuhkan kepercayaan, khususnya yang berhubungan kepercayaan publik misalnya dalam ikut mengurus sebuah lembaga keuangan. Namun aturan ini belum ada undang-undang negara kita, bahkan mereka yang sudah melakukan kejahatan ekonomi tetap saja berkeliaran sebagai pemain baru di berbagai lembaga formal ekonomi. Ini merupakan sebuah keadilan sosio ekonomi yang kurang diperhatikan.

Kedua, kurang liquidnya sukuk pada pasar sekunder: Semaraknya pasar primer dipengaruhi secara luas oleh keadaan pasar sekunder yang lebih luwes (*liquid*) yaitu ketika seorang sukuk holder dengan mudah dapat mencairkan kembali efek sukuk yang ia pegang. Masalah ini pada hakikatnya, membedakan antara karakter sukuk dengan karakter obligasi konvensional yang sarat dengan riba atau pembungaan uang. Pada hakikatnya juga, penilaian terhadap sebuah sukuk dapat dilakukan jika dibuat sebuah standar yang tertata dengan menugaskan para ahli tertentu seperti *appraiser*, *broker*, dan *trader* yang lebih handal yang tentunya kegiatan ini akan menyerap tambahan tenaga kerja, disamping pemberdayaan teknologi informasi yang lebih terbuka (Ali Arsalan Tariq, 2004: 60). Disamping itu, terdapat pula beberapa produk sukuk yang lebih liquid seperti sukuk *murabahah* dan *musyarakah*, dan *musyarakah munataqishah*. Keadilan ekonomi pada sukuk terlihat dari sejauh mana nilai ril yang terdapat pada aset nyata (*tangible asset*) ditambah dengan nilai ekonomi yang dihasilkannya, bukan pada nilai tetap "uang" yang fluktuatif karena pengaruh inflasi dan berbagai faktor penurunan nilainya.

Ketiga, *opportunity cost* atau *second best choice*: Prinsip ekonomi Islam menerapkan keadilan ketika berhadapan dengan ekonomi ribawi, yaitu ketika para emiten ataupun investor membandingkan return yang diterima investor dan cost yang dibayar emiten. Dalam sistem ekonomi Islam, seorang pelaku ekonomi wajib adil dari awal transaksi sampai akhir transaksi. Sistem bagi hasil mudhrabah, upah (*fee*) ijarah, nilai ekonomi dari murabahah, salam dan istishna, akan selalu adil dalam perekonomian, karena ia akan berubah sesuai dengan pertumbuhan ekonomi. Justru di sini letak sustainable keadilan ekonomi Islam. Sedangkan sistem bunga adalah

sebuah pertumbuhan yang tidak wajar, terutama ketika kenaikan bunga tersebut dikaitkan dengan kebijakan moneter yang ingin mengurangi peredaran uang pada masyarakat. Setiap pelaku harus senang dan puas dengan "kebenaran" dan "keadilan" ekonomi Islam, bukan iri pada tinggi bunga yang akan diberikan ekonomi non-Islami yang kapitalistik tersebut (tidak adil para kaum nonkapitalis).

Misalnya, ketika sukuk (obligasi syariah) memberi tingkat kupon 20 persen, investor akan senang, tetapi sepertinya emiten akan merasa "kemahalan" karena membandingkan dengan pinjaman bank atau obligasi konvensional dengan bunga kupon lebih murah. Di saat lain, obligasi syariah memberi kupon "hanya" 12 persen, emiten senang, tetapi investor akan membandingkannya dengan Sertifikat Bank Indonesia (SBI), obligasi pemerintah, atau obligasi konvensional lainnya. Maka *opportunity cost* dan penurunan kinerja pendapatan ini menjadi salah satu risiko bagi investor obligasi syariah.

Masih dipakainya LIBOR atau SIBOR sebagai rujukan return sukuk menunjukkan bahwa sistem keuangan Islam masih belum matang, dan sekaligus sebuah tantangan kedepan, karena pada hakikatnya return sukuk adalah cerminan dari kemajuan yang dicapai sektor ril.

Idealnya semua aturan syariah yang mencerminkan keadilan antara investor dan pengelola dana sukuk idealnya harus dilaksanakan secara sempurna, namun aturan ini masih terasa sulit saat sukuk sebagai efek investasi berhadapan dengan sistem keuangan konvensional berbasis utang berbunga. Misalnya, sistem jaminan atas modal (capital) yang diterapkan atas prinsipal sukuk mudharabah juga menunjukkan investor masih ingin selalu jadi pemenang, sedangkan pada sukuk ijarah pengembalian prinsipal tidak harus sama dengan nilai nominalnya jika aset ijarah tersebut mengalami penyusutan atau peningkatan nilai.

Sesuai pernyataan Irving Fisher, saat memasuki pasar modal, penjual efek (emiten) dan pembeli efek (investor) maupun agen ekonomi ingin meningkatkan utilitas bagi mereka (Zaenal Arifin, 2005: 5). Emiten ingin mendapatkan berbagai manfaat dan kemudahan pada pasar modal, demikian juga halnya dengan investor dari pasar modal (Kasmir, 2001: 177-178). Berkaitan dengan struktur akad sukuk, menurut analisa penulis, para pelaku pasar sukuk berusaha mendekati fasilitas yang dimiliki oleh obligasi konvensional agar sukuk mempunyai daya tahan, dan tampil lebih kompetitif.

Diantara karakter obligasi konvensional adalah 1) mempunyai waktu masa berlaku (*maturity date*) atau jatuh tempo, 2) mempunyai tingkat bunga tetap yang biasa disebut dengan kupon, dan 3) mempunyai nilai pokok atau nominal (*fixed face* atau *par value*) yang akan dibayarkan saat jatuh tempo (Dahlan Siamat, 2001 :270). Maka, tipe-tipe sukuk yang dapat mengakomodir karakter tersebut adalah sukuk-sukuk fixed rate seperti sukuk ijarah, sukuk murabahah, sukuk salam, dan sukuk istishna'.

Sampai saat ini, di Indonesia khususnya, pasar sudah mulai meninggalkan sukuk mudharabah, karena karakter sukuk mudharabah lebih jauh berbeda dengan obligasi konvensional dibandingkan dengan tipe sukuk fixed rate sehingga sulit untuk bersaing di pasar, baik dari sisi supply (emiten) maupun dari sisi demand (pembeli).

Dari segi teori tuntutan pasar sukuk, sebuah surat berharga atau efek sukuk yang ideal adalah:

1. Efek tersebut dapat mudah diperjualbelikan pada pasar sekunder. (likuiditas baik)
2. Pembayaran pokok saat jatuh tempo dapat dilakukan tepat waktu.
3. Memberikan return yang relatif stabil dan bersaing
4. Aman dari berbagai risiko investasi (Ausaf Ahmad, 1997: 45).

Secara teori dan praktek ternyata sukuk dihadapkan pada empat masalah di atas, karena sukuk sebagai obligasi alternatif hendaknya dapat memberikan berbagai fasilitas dan aspek positif yang dimiliki oleh obligasi konvensional, mulai dari keamanan investasi, tingkat likuiditas, sampai pada tingkat return yang lebih kompetitif. Salah satu kesulitan yang dihadapi lembaga keuangan Islam adalah bahwa sukuk didisain dengan cara melepaskan aset dari kepemilikan originator, lalu menjualnya pada investor. Pemilik barang, penjual atau penyedia sewa selanjutnya adalah investor (Ali Arsalan Tariq, 2004:55-60). Dalam prakteknya, empat hal tersebut terjadi pada semua tipe sukuk, mulai dari sukuk mudhârabah, sukuk musyârahah, sukuk ijârah, sukuk murâbahah, sukuk istishnâ', dan sukuk salam.

Contohnya, di Indonesia umumnya *Islamic bonds* dibeli untuk investasi jangka panjang, sampai jatuh tempo. Lebih banyaknya investor yang melakukan penahanan sukuk (*buy and hold strategy*) membuat pasar sekundernya kurang likuid. Hal ini terjadi pada Obligasi Syariah

Mudharabah Indosat 2002. Investor cenderung menahan efek sukuk sampai habis jatuh tempo karena kekurangan instrumen likuiditas sukuk tersebut dari aspek legal dan manajemen risiko likuiditas (Iggi H Achsien, Koran Kompas, 3 Juni 2003).

Pada zaman ini, studi fikih ekonomi Islam lebih tertantang untuk eksis dalam kehidupan umat Islam karena kondisi sosial, ekonomi dan budaya yang sudah berubah dari era klasik, dan akan terus berkembang pesat dari waktu ke waktu. Di zaman ini, fikih tidak hanya ditantang untuk menjawab solusi masalah hukum kehidupan umat Islam, tapi juga harus memberikan solusi alternatif agar ia tetap eksis dalam berbagai bidang kehidupan. Sukuk sebagai sebuah budaya baru dalam kehidupan umat sehingga memerlukan banyak ijtihad karena terdapat berbagai transaksi yang diperdebatkan, maka masalah-masalah tersebut memerlukan analisa mendalam dari segi fikih dan keuangan.

Aturan fikih muamalat telah memberikan suatu keluwesan hukum terhadap masalah-masalah baru fikih muamalat, karena yang menjadi standar penentuan suatu hukum adalah substansi dan tujuan dari transaksi (Ahmad ibn Muhammad al-Zarqâ, 1989: 18). Menganalisa buku-buku fikih karya ulama Islam klasik, dapat diambil kesimpulan bahwa pertimbangan sosio ekonomi atau maslahat kehidupan manusia (*al-mashâlih*), pengakuan terhadap tradisi bisnis (*al-`urf al-tijari*), serta perbedaan tempat dan kondisi menjadi sebuah faktor utama penentuan hukum muamalat.

Suatu transaksi harus menyatu dengan sebuah komponen ril seperti barang, jasa, dan manfaat. Meskipun adanya komponen ril penting namun itu saja tidak cukup karena kadangkala barang dan jasa dapat dijadikan sebagai alat penghalal riba sebagaimana terjadi pada akad *hiyal*, *tawarruq*, atau *bai` al-`inah*. Oleh karena itu, format dan substansi akad harus sesuai dengan tujuan syariah.

Sebagai contoh dari kajian yang sudah ada, pada sukuk Mudhârabah terdapat masalah fikih tentang SPV (*Special Purpose Vehicle*), kurang likuidnya pada pasar sekunder karena sulit menentukan nilai dari efek, masalah harga penebusan prinsipal (*redemption*) karena berhubungan dengan masalah penyusutan nilai aset (depresiasi), "janji" untuk membeli aset sukuk oleh emiten saat habisnya masa jatuh tempo (Fatwa al-Majma' al-Fiqh al-Islâmiy, 1988, tentang Muqaradah bonds, Bab 1 Pasal 2 No. 3:5). Diantara risiko yang mungkin timbul adalah 1) Risiko kesalahan pelaporan (wanprestasi), 2) Risiko kerugian, dan 3) Risiko likuiditas (Mannan, M.A.,

1993: 20). Masalah-masalah lain serupa dibahas sesuai dengan teori fikih tentang aturan berbagai kontrak muamalat yang berhubungan dengan tipe sukuk seperti Sukuk Musyârahah, Sukuk Ijarah (Salman Syed Ali, 2005: 40), Sukuk Salam (Muhammad al-Bashir Muhammad al-Amine, 18), Sukuk Hibrid dan Sukuk Opsi (Ali Arsalan Tariq, 2004: 86), Sukuk Istishnâ', dan Sukuk Murâbahah (Ali Muhyiddin al-Qurrah Daghi, 1993: 242-243).

## KESIMPULAN

Sumbangan pemikiran bagi pengembangan konsep instrumen keuangan Islam, khususnya sukuk, masih perlu dilakukan sehingga ditemukan struktur akad sukuk yang ideal untuk diterapkan sesuai (akomodatif) dengan tuntunan fikih dan tuntutan ekonomi pasar, yaitu terdapat alternatif bagi emiten sukuk dalam memilih tipe sukuk yang ideal bagi usaha mereka.

Perangkat keras bagi proses produk sukuk (stakeholder sukuk: emiten, investor, dan intermediary) masih perlu diberdayakan agar dapat dihasilkan sukuk yang kompetitif, sesuai dengan syariah, dan diterima dalam pasar global.

Kurang bangkitnya pasar sukuk di Indonesia dibandingkan dengan beberapa negara Islam lainnya, disebabkan kurang beragamnya produk tipe sukuk yang ada. Selanjutnya, kurang beragamnya tipe sukuk disebabkan oleh keraguan akademis dan praktis dalam melaksanakannya secara tepat. Salah satu faktor keraguan tersebut bersumber dari belum mantapnya kesesuaian syariah (*syariah compliance*) yang dihasilkan.

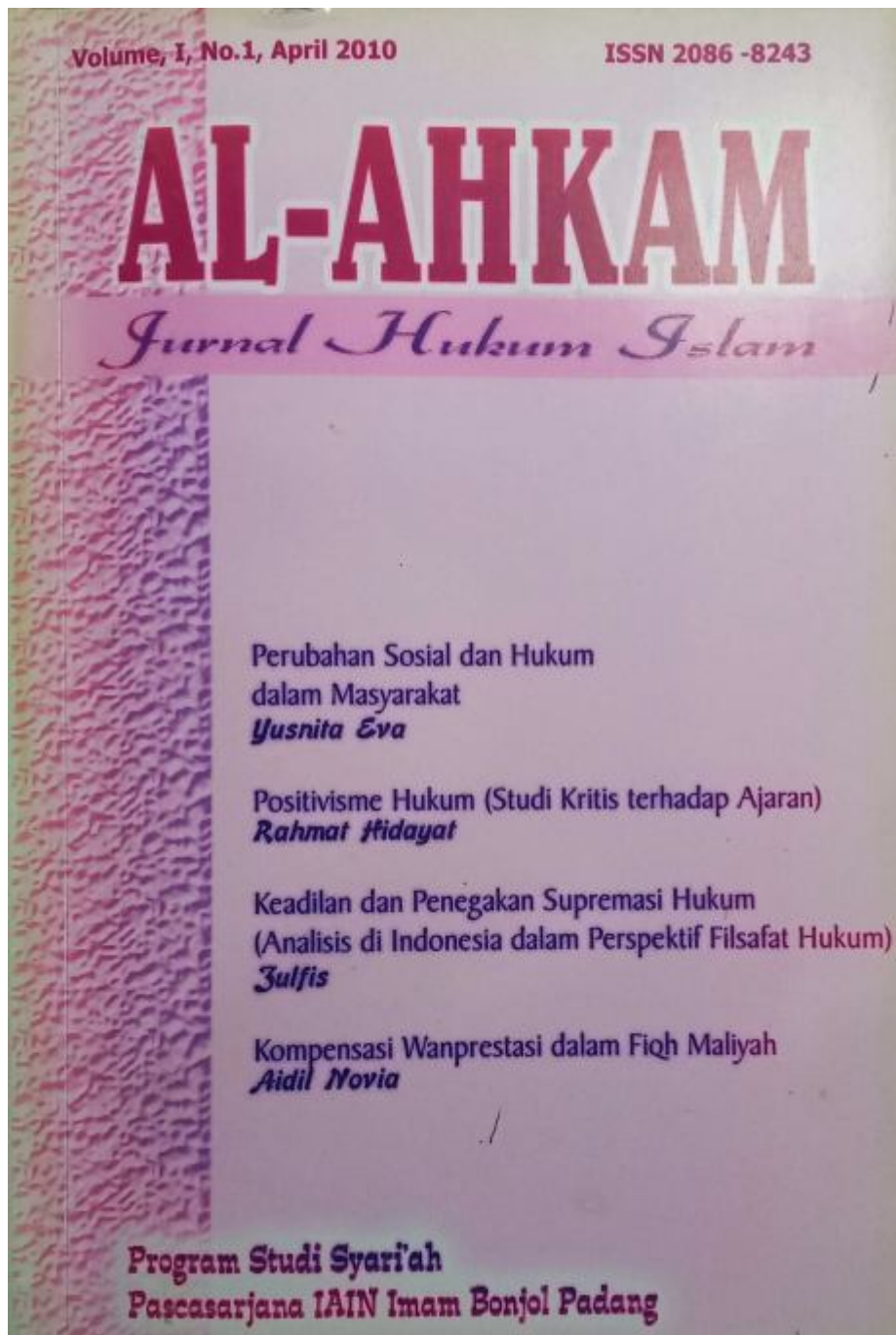
Terdapat berbagai keganjilan dari struktur akad sukuk ditinjau dari sudut pandang hukum Islam diantaranya nilai pelunasan aset ijârah saat jatuh tempo, memperjual belikan sekuriti sukuk mudhârahah di pasar modal setelah pasar perdana berpotensi akad gharar karena tidak jelasnya nilai aset sukuk mudhârahah, dan lain sebagainya. Masalah ini muncul karena belum tuntasnya kajian fikih terhadapnya guna menemukan produk ideal secara praktis.

## DAFTAR PUSTAKA

Fatwa DSN-MUI semua fatwa terkait sukuk (obligasi syariah)

- Abdul Rahman, Abdul Rahim, *Accounting Regulatory Issues on Investments in Islamic Bonds*, International Journal of Islamic Financial Services, Vol. 4, No. 4
- Abû Sulaiman, Abdul Wahab Ibrahim. *Fiqh adh-Dharurah wa Tathbiqatuh al-Mu'âshirah: Âfâq wa Ab'âd*. Jeddah: al-Ma'had al-Islâmiy li al-Buhûts wa al-Tadrîb. 1993. <http://fatawa.al-islam.com>. Makalah seminar tentang Pasar Modal. Rabat, 20-24 Oktober 1989.
- Thomas, Nathif J Adam dan Abdulkader. *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring, and Investing in Sukuk*. London: Euromoney Books. 2004
- al-Zarqâ, Ahmad ibn Muhammad, *Syarh al-Qawâ'id al-Fiqhiyah*. Tahkik: Mushtafâ Ahmad al-Zarqâ. Damaskus: Dâr al-Qalam. 1989
- Tariq, Ali Arsalan. *Managing Financial Risks of Sukuk Structures*. Tesis Masters of Science. United Kingdom: Loughborough University. 2004
- Dâghi, Ali Muhyiddîn al-Qurrah. *al-Bada' il al-Shariyah li Sanadat al-Khizana al-'Ammah al-Khassah*. Makalah Amal al-Nadwah al-Fiqhiyah al-Tsalitsah. Bait al-Tamwil al-Kuwaitiyy. 1993.
- Khan, Ausaf Ahmad and Triqullah (Editor). *Islamic Financial Instruments for Public Sector Resource Mobilization*. Jeddah: IDB-IRTI. 1997.  
<http://www.bapepam.go.id>  
<http://www.bei.co.id>
- Fatwa Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) Bahrain. Fatwa utama: No.17 tahun 2003 tentang Shukûk al-Istismâr. [www.aaoifi.com](http://www.aaoifi.com).
- Fatwa Majma' al-Fiqh al-Islâmiyy. <http://www.fiqhacademy.org.sa/>.
- Fatwa Dewan Syariah Syariah Pasar Modal Malaysia: Securities Commission, Resolutions of the Securities Commission Shariah Advisory. Kuala Lumpur: Perpustakaan Negara Malaysia. 1997. Cet.2, 2007.  
<http://www.al-watan.com>  
<http://www.lmc Bahrain.com/index.asp>
- Achsien, Iggi H.. *Investasi Syariah di Pasar Modal*. Jakarta: Gramedia. 1997.
- Islamic Finance News (The World's Global Islamic Finance News Provider). Malaysia. Semua Laporan, Special Issue, dan Vol. 5-6 dari tahun 2008-2009)

- Kasmir. *Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya*. Jakarta: Raja Grafindo Persada. 2001
- Dubai Islamic Bank, Laporan Tahunan 2009.
- Bank Negara Malaysia, Laporan Tahunan, 2004-2006: <http://www.bnm.gov.my>
- Suruhanjaya Sekuriti Malaysia, Laporan Tahunan, 2005.
- Abû Zaid, Makalah Ma`bad `Ali al-Jarhi dan `Abdul `Azîm Jalâl (Emirate Islamic Bank). *al-Shukûk Qadhâya Fiqhiyah wa Iqtishâdiyah*. Seminar Majma` al-Fiqh al-Islâmiy OKI ke-19 di Shariqah, UAE
- Mannan. M.A. *Understanding Islamic Finance: A Study of the Securities Market in an Islamic Framework*. Jeddah: IDB-IRTI. 1993/1413H.
- al-Amine, Muhammad al-Bashir Muhammad. *The Islamic Bonds Market: Possibilities And Challenges*. International Journal of Islamic Financial Services Vol. 3 No.13
- Khan, Munawar Iqbal dan Thariqullah. *Public Financing Expenditure: An Islamic Perspektif*. Jeddah: IDB-IRTI, 2004.
- Ali, Salman Syed. *Islamic Capital Market Products: Developments and Challenges*. (Jeddah: IRTI. Islamic Development Bank Group. 2005
- Usmani, Muhammad Taqi (President of the AAOIFI Shariah Council). Makalah: *Sukuk and Their Contemporary Applications*. Mukhtamar ke-19 OKI di UAE pada 26-30 April Tahun 2009.
- Tim Studi Perdagangan Efek Beragun Aset Depkeu-Bapepam Tahun 2003. *Studi tentang Perdagangan Efek Beragun Aset*. Departemen Keuangan Republik Indonesia dan Badan Pengawas Pasar Modal. Proyek Peningkatan Efisiensi Pasar Modal Tahun Anggaran 2003.
- Tim Studi tentang Investasi Syariah di Pasar Modal Indonesia Tahun 2004. *Studi tentang Investasi Syariah di Pasar Modal Indonesia*. Departemen Keuangan Republik Indonesia dan Badan Pengawas Pasar Modal. Proyek Peningkatan Efisiensi Pasar Modal Tahun Anggaran 2004.
- Tim Studi Universal Broker Departemen Keuangan Republik Indonesia-Bapepam. *Studi tentang Universal Broker di Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: Proyek Peningkatan Efisiensi Pasar Modal. 2004
- Arifin, Zaenal. *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. Jogjakarta: Ekonisia. 2005
- Mirakhor, Zamir Iqbal dan Abbas. *an Introduction to Islamic Finance Theory and Practice*. Singapore: John Wiley & Sons Pte. Ltd. 2007



Volume I, No. 1, April 2010

ISSN : 2086-8243

## **AL-AHKAM** **Jurnal Hukum Islam**

Prodi Syariah, Program Pascasarjana IAIN Imam Bonjol  
Jln. Sudirman No. 15 Padang

---

### **DEWAN REDAKSI**

- Penanggung Jawab : Prof. Dr. Makmur Syarif, SH, M.Ag  
Sekretaris : Prof. Dr. Awiskarni, M.Ag  
Pimpinan Redaksi : Dr. Muchlis Bahar, Lc, M.Ag  
Wakil Pimp. Redaksi : Dr. Luqmanul Hakim, M.Ag
- Tim Ahli : Prof. Dr. Amir Syarifuddin  
Prof. Dr. Asasriwarni  
Dr. Firdaus, M.Ag  
Dr. Ikhwan, SH, M.Ag  
Dr. Zulkarnaini, M.Ag  
Dr. Efrinaldi, M.Ag
- Sekretariat : Ardi, S.Sos  
Zulfitri, A.Ma, MA  
Alimurni, S.Pd.I  
Efriandi

Volume I, No. 1, April 2010

ISSN : 2086-8243

## **AL-AHKAM** **Jurnal Hukum Islam**

Prodi Syaria'ah, Program Pascasarjana IAIN Imam Bonjol  
Jln. Sudirman No. 15 Padang

---

### **DAFTAR ISI**

PENGANTAR REDAKSI..... i  
DAFTAR ISI ..... iii

PERUBAHAN SOSIAL DAN HUKUM DALAM  
MASYARAKAT ..... 1  
**Yusnita Eva**

POSITIVISME HUKUM (Studi Kritis terhadap Konsep  
Ajaran) ..... 29  
**Rahmat Hidayat**

HUKUM PROGRESIF (Solusi dalam Menghadapi Kebuntuan  
Positivistik Hukum di Indonesia) ..... 52  
**Tiswarni**

KEADILAN DAN PENEGAKAN SUPREMASI HUKUM (Analisis  
di Indonesia dalam Perspektif Filsafat Hukum ) ..... 79  
**Zulfis**

SUKUK SEBAGAI INSTRUMEN KEUANGAN ISLAM  
INOVATIF DINAMIS ANTARA HARAPAN DAN  
TANTANGAN ..... 90  
**Alimin**

KOMPENSASI WANPRESTASI DALAM  
FIQH MALIYAH ..... 108  
**Aidil Novia**

## **SUKUK SEBAGAI INSTRUMEN KEUANGAN ISLAM INOVATIF DINAMIS ANTARA HARAPAN DAN TANTANGAN**

Oleh : Alimin<sup>1</sup>

**Abstrak :** *It is true that sukuk is an innovative work on financial instruments in Islamic capital market because it is so flexible, has many alternative types, applicable in various forms of financing, and in accordance with the characters of investment in the contemporary era of economic globalization. Although sukuk has been growing quite rapidly, but substantively, Sukuk are still searching for the ideal face to be applied in the modern business mechanism, particularly in terms of suitability of Islamic economic law (shariah compliant), risk management, and provision of appropriate tools. And it is a mistake to force all the characters of the conventional bonds to sukuk as sukuk has its own characters with its own privileges as well.*

**Keywords :** *Sukuk, Pasar Modal, Obligasi*

### **PENGERTIAN SUKUK**

Sukuk adalah instrumen pasar modal alternatif dari obligasi, dan dulunya (sampai tahun 2004) bernama obligasi syariah, namun demikian sukuk tidak sama atau jauh berbeda dengan obligasi konvensional dari banyak segi. Sukuk mengadopsi beberapa karakter obligasi konvensional, utamanya sebagai alat pembiayaan jangka menengah, namun secara struktur karakter sukuk lebih dekat saham. Dan merupakan suatu kekeliruan untuk memaksakan karakter yang dimiliki obligasi konvensional terhadap sukuk karena sukuk karakter tersendiri dengan keistimewaan tersendiri pula.

Secara terminologi, sukuk adalah efek Syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas kepemilikan aset berwujud tertentu; nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu; atau, kepemilikan atas

---

<sup>1</sup> Penulis adalah dosen Ekonomi Islam pada STAIN Batusangkar