

Artikel-al-
Qalam_2013,_Vol_30_No_1_-
_Form
by Alimin04 Alimin04

Submission date: 19-Jan-2021 08:43AM (UTC+0700)

Submission ID: 1489796673

File name: 007-25-al-Qalam_2013,_Vol_30_No_1_-Form.pdf (424.53K)

Word count: 11454

Character count: 69992

2
<http://jurnal.uinbanten.ac.id/index.php/alqalam/article/view/1411/1180>

Sukuk Mudharabah Sebagai Instrumen Keuangan Islam Ideal Kontemporer

Alimin

Jurusan Syariah STAIN Batusangkar, Sumatera Barat
No Telpon/HP: 081363449205

2 Abstract

The year 2012 and 2013 can be regarded as the mudaraba sukuk revival since winning number and the value as compared to previous years. Indonesian mudaraba sukuk attract Islamic financial world's attention, because he was the first Indonesian sukuk while abroad is more actively issuing ijara sukuk. In addition, it is identified that the Indonesia mudaraba sukuk is very attractive to investors and seem to be consistent and honest, but why ultimately mudaraba sukuk like abandoned? Actually, the more appropriate format for sukuk is mudharabah while it is difficult to be applied in Islamic banking.

Indonesia mudaraba sukuk application is quite phenomenal because it provides a very high return even once reached 24.3%, the highest return compared to all the world's sukuk and more Islamic and even more consistent in many ways. However, according to the application in general, mudaraba sukuk is still not consistent in terms of Shariah compliance, such as providing income and principal guarantees. Further, the fluctuation phenomenon of use of fixed return sukuk type and floating return in Indonesia is quite interesting to observe the high returns associated with these and also with the market desire to implement the shariah compliant sukuk. The authors analyze the problem in this paper qualitatively from two perspectives, namely through sharia compliance perspective and the perspective of investment effectiveness.

Key words: *mudharaba, sukuk, Islamic financial, Islamic banking*

Abstrak

Tahun 2012 dan 2013 dapat dikatakan sebagai tahun kebangkitan sukuk mudharabah karena menang jumlah dan nilai dari tahun-tahun sebelumnya. Sukuk mudharabah Indonesia menarik perhatian dunia keuangan Islam, karena ia sukuk pertama Indonesia pada saat luar negeri lebih intens menerbitkan sukuk ijarah. Disamping itu, teridentifikasi bahwa sukuk mudharabah Indonesia sangat menarik bagi investor dan terkesan taat asas dan jujur, namun mengapa akhirnya sukuk mudharabah seperti ditinggalkan? Sebenarnya format yang lebih tepat

untuk sukuk adalah akad mudharabah ketika mudharabah sulit diaplikasikan dalam perbankan syariah.

Aplikasi sukuk mudharabah di Indonesia cukup fenomenal karena memberikan return yang sangat tinggi bahkan pernah mencapai 24,3%, return tertinggi dibandingkan dengan semua sukuk di Dunia dan bahkan lebih Islami dan taat asas dari banyak segi. Namun, demikian dalam aplikasinya secara umum, sukuk mudharabah masih belum taat asas dari segi kesesuaian syariah, seperti pemberian laba dan jaminan prinsipal. Selanjutnya fenomena turun naiknya penggunaan tipe sukuk fixed return dan floating return di Indonesia cukup menarik untuk diamati terkait dengan return yang tinggi tersebut dan juga dengan keinginan menerapkan sukuk yang syariah compliance. Masalah dalam tulisan ini dianalisa secara kualitatif dari dua perspektif, yaitu melalui perspektif kesesuaian syariah dan perspektif efektifitas investasi.

Key words: *mudharaba, sukuk, Keuangan Islam, bank Islam*

A. Pendahuluan

Sukuk mudharabah adalah sukuk senior dari segala tipe sukuk yang ada, karena secara historis para ahli keuangan Islam mendisain sukuk pertama berdasarkan akad mudharabah. Ide awal sukuk dikemukakan oleh Sami Hamud dengan istilah *sanadât al-muqâradhañ* (*Muqârada bonds*) pada tahun 1977.¹ Pemikiran ini kembali beliau kemukakan kepada Kementrian Perwakafan Yordania guna memobilisasi tanah-tanah wakaf Majma` Fiqh al-Islami, dan Bank Pembangunan Islam (IDB) di Jeddah. Kemudian Monzer Kahf menulis makalah berjudul *Sanadât al-Muqâradah* pada Jurnal King Abdul Aziz University Journal, *Islamic Economics*, Vol. 1, tahun 1989, halaman 43 sampai halaman 78.²

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. Dapat dikatakan bahwa sukuk bukanlah utang tapi investasi berjangka terbatas atau "saham dengan jangka terbatas", karena sukuk merepresentasikan aset. Dengan demikian, format yang lebih tepat untuk sukuk adalah akad mudharabah ketika akad mudharabah dirasa sulit diaplikasikan dalam perbankan syariah.

Disamping itu, fenomena turun naiknya tipe sukuk dengan penghasilan tetap (*fixed return*) dan penghasilan mengambang (*floating return*) di Indonesia cukup menarik untuk diamati, khususnya terkait sukuk populer di Indonesia yaitu sukuk ijarah dan mudharabah, mengapa kecenderungan pasar naik turun terhadap sukuk mudharabah sejak tahun 2002 sampai 2013? Dari segi waktu penerbitan terlihat pergeseran tipe akad yang melandasi obligasi tersebut, sukuk yang terbit tahun 2004 sampai 2007 di Indonesia sebagian besar menggunakan akad ijarah. Sedangkan sukuk yang terbit tahun pertama (2002) dan tahun kedua (2003).

Di Indonesia, sampai tahun 2004, tipe sukuk didominasi oleh sukuk mudharabah, namun setelah tahun 2004 sampai sekarang (2013), sukuk ijarah lebih mendominasi tipe sukuk. Pada tahun 2006, 2009, 2010, dan 2011, sepertinya tipe sukuk mudharabah sudah ditinggalkan. Tahun 2012 dan 2013 dapat dikatakan sebagai tahun kebangkitan sukuk mudharabah karena menang jumlah dan nilai dari tahun-tahun sebelumnya. Menurut analisa penulis, fenomena demikian terjadi karena dulu pasar lebih menyukai *fixed return* dari *floating return*, namun sekarang terjadi kemajuan yang menggembirakan. Pada dasarnya, 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.

NO	TAHUN	NAMA SUKUK MUDHARABAH	JUMLAH (dlm juta rp)
1	2002	Indosat Syariah Mudhârabah Th. 2002	175,000
2	2003	Bank Bukopin Syariah Mudhârabah Th. 2003	45,000
3	2003	Bank Muamalat Syariah Subordinasi Mudhârabah Th. 2003	200,000
4	2003	Bank Syariah Mandiri Syariah Mudhârabah Th. 2003	200,000
5	2003	Berlian Laju Tanker Syariah Mudhârabah Th. 2003	60,000
6	2003	Ciliandra Perkasa Syariah Mudhârabah Th. 2003	55,000
7	2004	PTPN VII Syariah Mudhârabah Th. 2004	75,000
8	2007	Sukuk Mudhârabah I Adhi Th. 2007	125,000
9	2008	Sukuk Subordinasi Mudhârabah Bank Muamalat Th. 2008	314,000
10	2008	Sukuk Mudhârabah I Mayora Indah Th. 2008	200,000
11	2010	Sukuk Mudharabah I Bank Nagari Tahun 2010	100,000
12	2011	Sukuk Mudharabah Bank Sulselbar I Tahun	100,000

		2011 senilai	
13	2012	Sukuk Subordinasi Mudharabah Berkelanjutan I Adhi Tahap I Tahun 2012	125,000
14	2012	Sukuk Subordinasi Mudharabah Berkelanjutan I Tahap I Bank Muamalat Tahun 2012	800,000
15	2012	Sukuk Mudharabah II Mayora Indah Tahun 2012	250,000
16	2013	Sukuk Mudharabah Berkelanjutan Adira Dinamika Multi Finance I Tahun 2013 Seri A, B, dan C	379,000
17	2013	Sukuk Mudharabah Berkelanjutan I ADHI Tahap II Tahun 2013	125,000
18	2013	Sukuk Subordinasi Mudharabah Berkelanjutan I Tahap II Bank Muamalat Tahun 2013	700,000
JUMLAH			3,208 Triliun

Semua penerbit sukuk mudhârabah tersebut sudah berjasa dalam pengembangan pasar modal syariah, khususnya dalam pengembangan instrumen keuangan sukuk. Disamping itu, Indonesia telah mulai mengembangkan skim sukuk yang rumit, disaat negara-negara asing menerbitkan model skim yang relative lebih mudah seperti sukuk ijârah, murâbahah, istisna, dan musyârahah.

Disamping berbagai kelebihan yang dimiliki sukuk mudharabah di atas, ternyata dari segi penerapan sukuk mudharabah terkendala oleh aspek kesesuaian fikih (*shariah compliance*) dan efektifitas keuangan, yaitu 1) jika penerapan sukuk mudharabah dari sisi good corporate governance cukup unggul dilaksanakan di pasar modal karena sudah memasuki area dunia usaha profesional, namun dari sisi penentuan tingkat nisbah laba sukuk mudhârabah, sistim pembayaran laba berkala bagi hasil, jaminan keutuhan modal sukuk mudharabah, dan wujud aset perlu mendapat analisa kesesuaian syariah secara serius, dan 2) menerapkan sukuk mudharabah secara jujur sehingga memberikan bagi hasil yang taat asas sulit dilaksanakan dari sisi kompetisi produk pada pasar yang lebih mengedepankan rasionalitas pasar dalam mencari keuntungan.

B. Pengertian Sukuk Mudharabah

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.³

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.⁴ Definisi AAOIFI mencakup berbagai macam bentuk sukuk, yaitu sukuk mudhârabah, musyâraakah, ijârah, murâbahah, salam, dan istishnâ`.

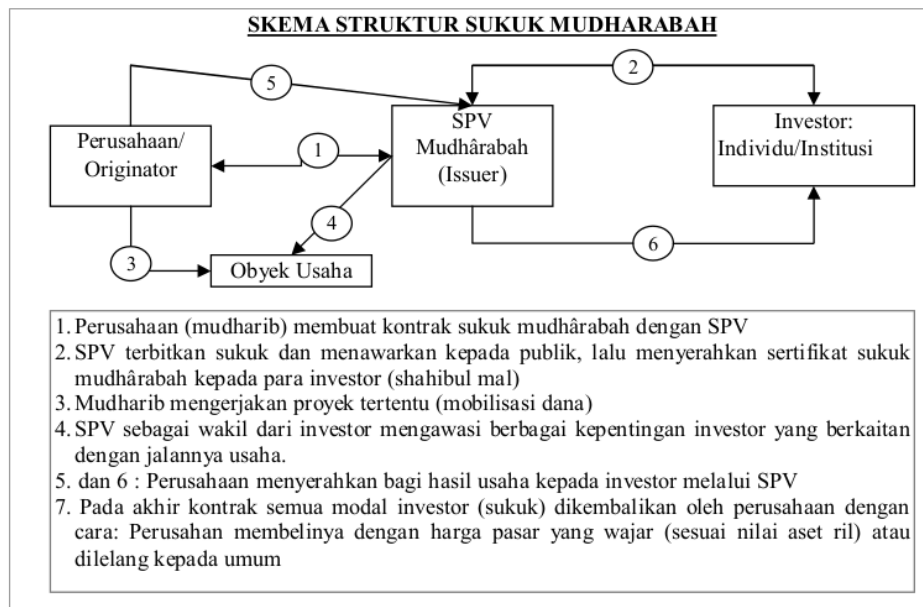
Akad mudhârabah dan musyâraakah adalah "lawan berat" dari akad ribawi meskipun sama-sama bertujuan mendapatkan laba karena salah satunya dianggap *high-risk* sedang yang satunya lagi dianggap *less-risk*, sehingga orang yang suka menghindari risiko suka pada akad ribawi. Namun secara ekonomi asumsi tersebut tidak selalu demikian karena sesuai teori risiko, tingkat laba dan risiko berbanding seajar, semakin tinggi risiko maka laba semakin besar, dan data menunjukkan bahwa sistim bagi hasil pada berbagai perusahaan Negara maju lebih disukai saham daripada obligasi dengan pendapatan tetap.⁵

Mannan memberikan suatu pernyataan menarik tentang karakter akad mudhârabah yang sesuai karakter bisnis kontemporer, yaitu "*combines financial experience with business experience*"⁶ karena saat ini yang berposisi sebagai mudharib bukan hanya pemilik modal langsung tapi juga lembaga keuangan yang menjadi intermediasor antara sisi surplus dan minus dana. Dalam mekanisme sukuk, lembaga intermediasi keuangannya adalah SPV yang dapat berposisi sebagai mudharib ataupun sebagai wakil investor dalam akad *al-wakâlah bi al-istismâr-investment agency*.⁷

AAOIFI mengelompokkan sukuk mudhârabah sebagai bagian dari sukuk musyâraakah (sukuk kemitraan/*participation certificates*), yaitu sukuk kerjasama bisnis. Sesuai definisi AAOIFI, Sukuk musyâraakah dapat dioperasikan melalui tiga skim transaksi, yaitu a) atas dasar skim syirkah (*participation*), b) atas dasar skim mudhârabah, dan c) atas dasar skim perwakilan investasi (*investment agency*).

AAOIFI telah mendefinisikan sukuk dengan rinci,⁸ yang berbunyi: sukuk mudhârabah (*Participation certificates managed on the basis of mudarabah contract –shukûk al-mudhârabah*), yaitu sukuk musyârahah dengan basis mudhârabah dimana semua peserta (investor) berserikat menjalankan suatu proyek atau kegiatan bisnis atas dasar akad mudhârabah dengan cara menentukan salah satu serikat atau pihak lain untuk mengelolanya.

Untuk melihat struktur operasional sukuk mudhârabah pada pasar modal secara umum dapat digambarkan dalam skema berikut:



Sumber: Olahan Penulis

Secara lebih rinci, operasional sukuk mudhârabah dapat dilihat pada tabel berikut ini (Fatwa AAOIFI, No. 17, Bagian: 5/1/5/7):

1	Penerbit efek	Mudharib (pengelola usaha) atau SPV
2	Pembeli efek	Pemilik modal (shahibulmâl)
3	Dana yang dimobilisasi	Dana mudhârabah (jumlah, sifat, dan ketentuan tambahan sesuai syariah seperti dapat diwariskan atau dipindahtangankan)
4	Pemegang efek (surplus unit)	Memiliki aset mudhârabah dan bagian keuntungan sesuai kontrak kesepakatan, dan menanggung kerugian jika usaha merugi.

Sumber: Fatwa AAOFI No.17

C. Sukuk Mudharabah di Dunia dan Indonesia

Perkembangan sukuk dalam negeri mengalami perkembangan menggembirakan sejak terbitnya sukuk korporat pertama Indonesia pada tahun 2002 oleh PT. Indosat Tbk. sejumlah Rp100 milyar dengan tipe *sukuk mudharabah*. Setelah munculnya obligasi korporat mudhârabah Indosat, berbagai perusahaan lainnya mengikut jejak Indosat tersebut.⁹ Sejak tahun 2002 sampai Maret 2013, dari 57 sukuk yang diterbitkan, 18 sukuk diterbitkan dengan akad mudhârabah dengan nilai emisi 2,907 triliun, dan 39 sukuk dengan tipe sukuk ijarah dengan nilai emisi 7,262 triliun.¹⁰

Di luar negeri, sukuk mudhârabah merupakan cikal bagi lahirnya jenis sukuk lainnya, karena ide skim semua sukuk berasal dari konsep sukuk mudhârabah. Tahun 1981 Pemerintah Yordania sudah menerbitkan undang-undang obligasi mudhârabah bernama *Muqâradah Act*.¹¹ 1 Maret 1994, Malaysia sudah menerbitkan Obligasi Mudhârabah Cagamas (The Cagamas Mudaraba Bonds -CGMB). Pakistan tahun 1984 menerbitkan sertifikat mudhârabah di bawah payung *Madarabah Ordinance* Pakistan 1978.¹²

Pada tahun 2007 nilai emisi sukuk mudhârabah global mencapai USD7,266 milyar, sedang pada tahun 2008 nilai emisi sukuk mudhârabah turun menjadi USD2,78 milyar.¹³ Menurut laporan Zawya.com, sejak tahun 2001 sampai 2007 jenis sukuk mudhârabah mencapai 18,4% dari total jenis sukuk yang diterbitkan.¹⁴

Diantara sukuk mudhârabah global terkemuka adalah sukuk Sorouh Real Estate UAE sejumlah AED4,016 billion (USD1.1 billion) tahun 2008, Al Dar Properties Sukuk UAE tahun 2007 sejumlah USD2,530 milyar, dan DP World UAE sukuk tahun 2007 sejumlah USD1,5 milyar, Dubai Sukuk Centre Ltd. UAE Sejumlah USD1,25 milyar, Qatar Alaqariya Sukuk Company 2007 sejumlah USD300 juta, dan NIG Sukuk Kuwait sejumlah USD1,5 milyar.¹⁵

D. Aplikasi Sukuk Mudharabah

Sebagai sukuk senior dari tipe sukuk, sukuk mudharabah sudah diaplikasikan oleh berbagai lembaga keuangan korporat dan juga negara di dunia. Sukuk mudharabah yang diaplikasikan tidak hanya dalam satu model, tapi dalam model atau mekanisme yang berbeda. Di Indonesia saja, terdapat 7 model atau skim sukuk mudharabah.¹⁶

Peneliti mengemukakan beberapa contoh sukuk mudhârabah dalam dan luar negeri, antara lain: 1. Sukuk Mudharabah IDB 1989, 2. Obligasi Indosat Syariah Mudhârabah Tahun 2002, 3. Obligasi Syariah Mudharabah PTPN VII

Tahun 2004, 4. Obligasi Syariah Mudharabah Berlian Laju Tanker Tahun 2003, 5. Sukuk Mudhârabah Sorouh USD1,1 milyar Tahun 2008 UAE, dan 6. Dana Gas Sukuk Limited Tahun 2007.

E. Analisa Terhadap Aplikasi Sukuk Mudhârabah

Dari semua sukuk mudhârabah dalam dan luar negeri yang dimasukkan dalam studi kasus ini memiliki banyak kesamaan dengan beberapa perbedaan. Berbagai pelaksanaan sukuk mudharabah tersebut memberikan masukan yang sangat berarti bagi perkembangan sukuk mudharabah.

Analisa peneliti fokuskan pada struktur operasional dari sukuk tersebut. Secara umum, sukuk mudhârabah bukanlah suatu pembiayaan bersifat utang (*debt financing*) tapi bersifat kepemilikan (*equity financing*), maka menerapkan berbagai fasilitas yang dimiliki instrumen pembiayaan bersifat utang akan dapat merusak substansi akad mudhârabah.

1. Penentuan Tingkat Nisbah Laba Sukuk Mudhârabah

¹ Laba dalam akad mudhârabah diperoleh dari hasil kelola aset mudhârabah, jika hasil kelola aset besar maka laba akan besar pula, dan sebaliknya. Selanjutnya laba harus pula dibagi sesuai dengan rasio yang disepakati¹⁷ atau prosentase karena mudhârabah adalah *perserikatan usaha* yang mengharuskan *perserikatan laba*. Peneliti menemukan tidak terdapat ulama yang membenarkan tentang kebolehan penentuan tingkat dengan angka nominal tertentu, bahkan akad menjadi batal jika hal demikian dilakukan karena substansinya akan sama dengan riba akad.

Diantara pernyataan ulama tentang hal ini, pernyataan al-Ramli al-Syafi'iy dalam *Tuhfah al-Muhtâj* berkata: "Laba tidak boleh ditentukan dengan jumlah nominal tertentu seperti menetapkan laba Rp.1 juta bagi salah seorang mereka, atau laba dari jenis komoditi tertentu seperti makanan pokok, atau laba dari setengah modal, atau laba dari salah satu dari dua kelompok modal, maka jika yang demikian terjadi, akad mudhârabah menjadi batal."¹⁸ Ibnu Qudâmah al-Hanbali berkata: "Diantara syarat-syarat mudhârabah yang rusak adalah yang disebabkan oleh ketidakjelasan pembagian laba seperti menentukan bagian laba yang tidak dapat diketahui kadarnya, atau laba salah satu karung barang, atau laba yang terdapat pada bulan ini, semua syarat ini tidak sah karena menyebabkan ketidakjelasan hak masing-masing mereka terhadap laba atau bahkan luputnya hak atas laba secara keseluruhan."¹⁹ Syaikh al-'Adawi berkata: "Pembagian laba tidak boleh dengan jumlah tertentu dari laba seperti Rp.100 ribu, kecuali jika

shahibulmâl berkata Rp.100 ribu dari Rp.1 juta, maka ini dibolehkan karena berarti sepersepuluh (10%) dari laba."²⁰

Pada umumnya sukuk mudhârabah menetapkan tingkat laba tertentu bagi shahibulmâl, seperti 75,% atau 10% dari total prinsipal. Dan lebih jauh lagi, sukuk-sukuk tersebut menerapkan tingkat laba berdasarkan tingkat bunga yang berlaku secara umum seperti LIBOR, dan lainnya. Sukuk mudhârabah luar negeri secara gamblang menyebutkan tingkat laba berdasar tingkat yang berlaku, sedang sukuk dalam negeri tidak menyebutnya, namun substansinya tetap sama karena pada butir kesepakatan lainnya terdapat bagi hasil berupa jumlah nominal tertentu. Sukuk mudhârabah dalam negeri sudah mencantumkan rasio bagi hasil berdasar prosentase, namun masih terdapat pernyataan seperti berikut ini dalam prospektus sukuk (*nama perusahaan dirahasiakan*):

Perseroan wajib menggunakan Dana Sukuk untuk membiayai proyek-proyek pembangunan gedung dan infrastruktur dengan Laba Kotor Setelah Proyek Kerjasama setiap triwulan tidak kurang dari Rp.1.000.000.000,- Dalam hal Dana Sukuk membiayai sebagian dari proyek proyek yang nilainya lebih besar dari Dana Sukuk, maka perhitungan Pendapatan Bagi Hasil ditetapkan secara proporsional. Apabila proyek-proyek tersebut memberikan Laba Kotor Setelah Proyek Kerjasama lebih dari Rp.1.000.000.000,- maka Pemegang Sukuk memberikan kelebihan kepada Perseroan

Dari klausula tersebut dapat dijelaskan bahwa laba bersifat suatu angka nominal tertentu (penggalan kata "tidak kurang dari Rp...."), sedangkan jika laba lebih dari yang diperkirakan, maka kelebihan itu diberikan pada perusahaan originator, akibatnya substansi bagi hasil menjadi nihil. Sedangkan contoh penentuan tingkat sukuk luar negeri berdasar tingkat bunga adalah seperti sukuk mudhârabah Dana Gas tahun 2007 (Prospektus sukuk mudhârabah "Dana Gas Sukuk Limited"):

....Certificateholders will receive from proceeds received from and in respect of the Trust Assets (as defined below), a periodic distribution equal to 0.73 per cent. per annum plus LIBOR (as defined herein) calculated on the outstanding aggregate principal amount of the Certificates as at the beginning of the relevant Periodic Distribution Period (as defined herein) on an actual/360 basis (the Periodic Distribution Amount). In the event that there is insufficient cash to pay the relevant profit distributions in accordance with the Investment Management Agreement, the Investment Manager shall provide Sharia compliant liquidity funding (the Liquidity Facility) to cover any such shortfall.

Secara teori hukum Islam, ¹ penentuan tingkat nisbah diserahkan pada kedua pihak yang berakad, akan tetapi tingkat laba harus benar-benar dari hasil kinerja aset, maka penentuan tingkat laba yang terjadi pada praktek sukuk belum memenuhi tuntunan syariah.

Dengan adanya klausula yang berhubungan dengan kelebihan dan kekurangan dari tingkat laba yang diharapkan, lalu kekurangan akan ditutupi originator sedangkan kekurangan akan dijadikan sebagai dana cadangan atau insetif bagi pengelola, berarti yang diinginkan pasar adalah "laba tetap" atau "jumlah nominal tetap" bagi investor (shahibulmâl). Dalam penelitian ini, peneliti menemukan bahwa hampir semua sukuk bagi hasil mengandung klausula tersebut.²¹ Klausula ini telah merobah akad bagi hasil menjadi akad ribawi karena laba diberikan berdasar besarnya modal yang diserahkan. Klausula demikian diharamkan oleh semua ulama sebagaimana juga ditegaskan dalam fatwa Majma' al-Fiqh al-Islâmiy dan Fatwa Dewan Syariah AAOIFI.

Bahkan memberikan "pinjaman" kepada investor ketika laba lebih rendah dari laba yang diharapkan merupakan klausula yang jauh dari tabiat akad bagi hasil, bahkan dapat masuk dalam kategori "jual beli bersyarat utang"²² yang dilarang karena pada awal kontrak originator menjual asetnya pada investor sebagai modal mudhârabah. Pelarangan jual beli bersyarat utang tersebut disepakati oleh para ulama sebagaimana yang ditegaskan oleh Ibnu Qudamah dalam al-Mughni.²³

Disamping itu, kewajiban memberikan insetif saat terjadi kelebihan laba atau pinjaman saat laba berkurang berlawanan dengan tuntutan akad (*muqtaadhâ al-`aqd*), yang akhirnya menihilkan substansi akad bagi hasil, menjadi akad ribawi.

Berdasarkan masalah adanya kerupaan dengan obligasi fixed interest ketika pada penerbit sukuk terdapat usaha memberikan suatu laba yang pasti yang secara jelas akan membuat sukuk mudharabah tidak *shariah compliance*, sebenarnya hal tersebut dapat dihindarkan dengan tidak melakukannya sebagaimana yang dilaksanakan pada saham. Dimana investor bersedia membeli untuk mendapatkan dividen, sekaligus siap dengan risiko bahwa dividen tersebut dapat turun naik sesuai kinerja perusahaan, atau bahkan perusahaan itu akan bangkrut. Mengapa tidak siap risiko dalam saham sukuk mudharabah (baca: *sukuk mudharabah musytarakah*), sementara siap terhadap risiko dalam investasi saham biasa? Demikian juga perusahaan originator juga harus rela memberikan laba

tinggi jika sedang dapat pendapatan yang besar. Di sini, ruh keadilan yang terdapat ekonomi Islam harus diaplikasikan.

2. Sistem Pembayaran Laba Berkala Bagi Hasil

Sebagaimana halnya saham dan obligasi konvensional, pada semua sukuk mudhârabah juga diterapkan sistem penjadwalan pembayaran bagi hasil berkala (*periodic distribution date*) dengan tingkat bagi hasil yang sudah ditentukan. Bagi hasil berkala sukuk mudhârabah ada yang dilakukan secara triwulan dan semesteran.

Dari sudut pandang fikih, membagi laba mudhârabah sebelum akad berakhir sudah pula menjadi wacana diskursus pada ulama klasik, dalam hal ini peneliti melihat bahwa pendapat Imam Ahmad yang menyatakan kebolehan pembagian laba sebelum akad berakhir (likuidasi usaha) lebih aplikatif untuk diterapkan sesuai dengan mekanisme bisnis kontemporer.

Pada dasarnya, mayoritas ulama menyatakan bahwa laba hanya bersifat kukuh (*istiqrâr*) jika akad sudah berakhir, dan jika laba dibagi sebelum akad berakhir lalu terjadi kerugian setelah itu maka mudharib harus menutupi kerugian tersebut,²⁴ dan bahkan ulama Hanafi melarang pembagian laba kecuali jika akad benar-benar sudah berakhir (kerjasama usaha dibubarkan).²⁵

Pada dasarnya, mayoritas ulama menyatakan bahwa laba hanya bersifat kukuh (*istiqrâr*) jika akad sudah berakhir, dan jika laba dibagi sebelum akad berakhir lalu terjadi kerugian setelah itu maka mudharib harus menutupi kerugian tersebut,²⁶ dan bahkan ulama Hanafi melarang pembagian laba kecuali jika akad benar-benar sudah berakhir (kerjasama usaha dibubarkan).²⁷

Pada dasarnya, mayoritas ulama menyatakan bahwa laba hanya bersifat kukuh (*istiqrâr*) jika akad sudah berakhir, dan jika laba dibagi sebelum akad berakhir lalu terjadi kerugian setelah itu maka mudharib harus menutupi kerugian tersebut,²⁸ dan bahkan ulama Hanafi melarang pembagian laba kecuali jika akad benar-benar sudah berakhir (kerjasama usaha dibubarkan).²⁹

Pendapat Imam Ahmad yang membolehkan pembagian laba sebelum akad berakhir (*at-tashfiyah al-nihâiyah*) sesuai dengan mekanisme bisnis kontemporer yang memiliki sistem pelaporan dan akuntansi yang terstandar. Ini berarti bahwa saat terjadi pembagian laba secara periodik berarti telah terjadi pembaharuan akad baru secara implisit, karena pelaporan modern yang terstandar dapat dianggap sebagai penghitungan total usaha (*bi ma`na al-qabd*).³⁰

Menurut peneliti, ¹ pembagian laba sebelum berakhirnya akad mudhârabah khususnya dalam masalah sukuk mudhârabah dapat ditolerir karena tradisi bisnis kontemporer dapat menghitung modal dan laba secara berkala. Dan kadangkala saat kelola usaha dilaksanakan baik mudharib maupun shahibulmâl memerlukan biaya guna memenuhi kebutuhan hidup atau kebutuhan lainnya. Bahkan Ibnu Hazm menyatakan bahwa hal demikian dapat dibenarkan karena memang menjadi hak mereka, maka laba yang sudah diambil tidak akan dapat dijadikan sebagai penutup pada kerugian selanjutnya.³¹

Akan tetapi yang terjadi pada kasus sukuk mudhârabah, dipaksakan suatu laba yang tetap, dimana jika terjadi kekurangan laba akan ditutupi oleh mudhârabah, sedangkan jika berlebih dari prosentase yang ditentukan maka mudharib akan menahannya. Hal ini berlawanan dengan prinsip keadilan investasi mudhârabah dan menjadikan skim mudhârabah seperti akad ribawi yang diharamkan.

Dalam kajian fikih, tingkat nisbah laba harus diketahui³² karena laba adalah tujuan dari akad mudhârabah, ketidakjelasan terhadap obyek menyebabkan rusaknya akad karena suatu urusan yang tidak memiliki tujuan tidak berguna. Semua ulama sepakat tentang syarat ini, yaitu bahwa kadar laba harus diketahui dengan jelas. Terdapat suatu hukum tentang laba mudhârabah, yaitu:

- 1) Keuntungan dibagi berdasarkan kesepakatan dua pihak, sedang kerugian modal ditanggung oleh shahibulmâl.
- 2) Keuntungan adalah pelindung bagi modal, artinya jika terdapat laba berarti modal tetap utuh, maka yang dibagikan adalah kelebihan dari modal.
- 3) Mudharabah punya hak kepemilikan atas bagian dari laba begitu laba itu muncul, tapi kepemilikan tersebut tergantung dari hasil pembagian.
- 4) Mudharib tidak dapat mengambil bagian labanya kecuali setelah diadakan pembagian (yaitu pembagian atas izin shahibulmâl atau dengan kehadirannya).
- 5) Kepemilikan mudharib terhadap bagiannya dari laba bersifat tidak kukuh kecuali harus melalui "penyelesaian akhir" akad mudhârabah.

Pada masalah nomor lima ini, para ulama tidak berbeda pendapat, yaitu mudharib tidak dapat mengambil bagian labanya kecuali setelah diadakan pembagian. Yang dimaksud dengan "pembagian" adalah penghitungan dan pembagian laba yang dihadiri shahibulmâl atau atas seizin shahibulmâl.

Ibnu Qudâmah al-Hanbali menjelaskan alasan ketentuan tersebut,³³ ia menyatakan: Kami tidak mengetahui adanya perbedaan pendapat ulama bahwa jika laba sudah muncul dalam mudhârabah, maka mudharib tidak boleh mengambil apapun darinya kecuali atas seizin shahibulmâl, karena tiga alasan: a) Laba adalah benteng pelindung modal, sedang kerugian dan bencana dapat saja terjadi sebelum terjadi pembagian dimana ia akan ditutup oleh laba, dan bisa jadi laba tersebut akan habis, b) Shahibulmâl adalah mitra usaha yang terkait dengannya, maka mudharib tidak dapat melakukan pembagian sendiri, c) Kepemilikan mudharib terhadap laba tidak kukuh karena adanya kemungkinan terjadi kerugian. Sedang jika shahibulmâl mengizinkannya, ia dapat mengambil laba tersebut, karena keduanya berhak memutuskan hal demikian.

Ibnu Ruysd bahkan menyatakan bahwa pembagian tidak cukup hanya dengan izin, tapi harus dilakukan di hadapan shahibulmâl secara fisik sebagai syarat pembagian, dan bahkan hanya kehadiran saksi juga tidak cukup untuk melakukan pembagian.³⁴ Malik ditanya tentang mudharib yang mengambil bagian labanya tatkala shahibulmâl sedang ghaib, dan bahkan jika ia menghadirkan saksi-saksi, beliau menjawab: "Ia tidak layak mengambil sedikitpun dari bagian labanya tersebut kecuali dengan kehadiran shahibulmâl, dan jika³⁵ ia tetap mengambilnya, maka ia bertanggungjawab."

Membaca fatwa para ulama klasik tersebut, dapat disimpulkan bahwa pembagian laba harus dilakukan secara hati-hati dan penuh keterbukaan, mendukung proses transparansi dan akuntabilitas. Dan hal ini semestinya juga diterapkan dalam akad sukuk mudhârabah sesuai dengan mekanisme modern, sehingga tidak terdapat pihak yang merasa dirugikan.

Adapun masalah sejauhmana kebolehan pembagian laba sebelum pembubaran akad (masa jatuh tempo), para ulama berbeda pendapat masalah ini, atau tentang pembagian laba saat kelola usaha modal masih dijalankan. Ulama Hanbali dan Syafi'i membolehkan pembagian tersebut jika kedua belah pihak setuju karena hal demikian *hak mereka*, akan tetapi kepemilikan mudharib *tidak kukuh* dengan pembagian tersebut karena jika setelah itu terjadi kerugian, maka ia harus menutup kerugian tersebut dengan laba yang sudah dibagi. Dalam kondisi hanya salah seorang dari mereka yang setuju untuk membagi, maka tuntutan pihak yang menolak pembagian lebih diprioritaskan. Ibnu Qudâmah memberikan alasan bahwa tuntutan yang menolak pembagian lebih diprioritaskan:

Jika yang menolak pembagian shahibulmâl, maka kerugian pada modalnya tidak tertutup kemungkinan akan terjadi, lalu ia harus menutupnya laba tersebut. Dan jika mudharib yang menolak pembagian, maka ia tidak akan aman dari kewajiban mengembalikan laba

tersebut saat ia tidak mampu mengembalikannya. Dua kondisi tersebut akan menyulitkan kedua belah pihak... bagi kami, pembolehan pembagian karena laba tersebut adalah harta mereka, maka mereka berhak membaginya seperti dua mitra syirkah `inân, atau mereka adalah dua serikat yang boleh saja bagi mereka membaginya sebelum akad berakhir, seperti dalam syirkah `inân.³⁶

Alasan senada juga dikatakan oleh al-Syirazi dalam *al-Muhadzdzab*, dan beliau menambahkan: "... penolakan pembagian shahibulmâl harus juga diterima karena laba adalah benteng pelindung modal dan ia berhak menjawab, 'Saya tidak akan memberikan laba pada Anda sehingga Anda menyerahkan semua modal pada saya...'"³⁷ Ibnu Hazm juga berpendapat demikian.³⁸ Semua pendapat tersebut dapat dibantah, karena saat akad sedang berjalan harus dilihat bahwa semua kegiatan mudhârabah sebagai satu proyek yang saling melengkapi, kerugian pada salah satu bidang atau segi akan ditutupi oleh laba yang didapat pada bidang atau segi lainnya.

1 Ulama Hanafî tidak membenarkan pembagian harta sebelum akad berakhir dan sebelum modal shahibulmâl diserahkan. Jika pembagian tetap terjadi, kemudian terjadi kerugian atau kerusakan, maka pembagian tersebut tidak sah, lalu bagian laba yang telah diambil shahibulmâl dipotongkan dari modalnya, sedang laba yang telah diambil mudharib menjadi utang atasnya terhadap modal. Hal ini dinyatakan al-Kâsânî al-Hanafi dalam *Badâ'i' al-Shanâ'i'*.³⁹ Namun pendapat ini dapat dibantah, karena melakukan pembagian adalah hak mereka. Dasar "pembagian cabang tidak boleh mendahului pembagian asal" tidaklah bersifat umum karena dalam syirkah `inân, kedua pihak boleh membagi laba sebelum akad berakhir.

1 Adapun Ulama Maliki berpendapat, pembagian laba tidak dibenarkan kecuali setelah semua barang menjadi uang. Bahkan Ibnu Rusyd mengkleim bahwa tidak ada perbedaan pendapat ulama tentang ketentuan ini, "Tidak ada perbedaan pendapat bahwa mudharib dapat mengambil bagian labanya setelah semua barang atau komoditi mudhârabah diuangkan. Komoditi juga dapat dibagikan sebagai ganti dari uang jika mereka setuju."⁴⁰

Menurut analisa peneliti, laba dapat dibagikan bersamaan dengan berjalannya kelola usaha mudhârabah dan dianggap sebagai suatu tahap dari akad mudhârabah, karena selama risiko ketepatan hitungan dapat dilakukan dan pembagian itu terjadi secara sukarela, maka tidak ada halangan untuk melakukannya karena yang demikian adalah hak Mereka disebabkan oleh suatu kebutuhan terhadap laba yang sudah didapat. Selanjutnya, kondisi gharar tidak

akan terjadi selama semua penyelesaian tahap tersebut dilakukan dengan penuh transparansi.

Kebolehan pembagian laba sebelum masa pembubaran akhir tidak berlawanan dengan kesepakatan ulama yang menyatakan bahwa bahwa sifat kepemilikan mudharib terhadap bagian labanya tidak kukuh kecuali melalui penyelesaian akhir akad mudhârabah (likuidasi).

Sebenarnya yang diinginkan ulama dalam masalah ini adalah ketepatan hitungan penaksiran asset mudhârabah dalam bentuk uang, maka yang dibutuhkan adalah ahli taksir yang piawai, jujur, dan transparan. Misalnya, Khathib al-Syarbaini al-Syafi'i berkata:⁴¹

Kepemilikan mudharib terhadap laba tidak kukuh hanya dengan pembagian, tapi ia baru kukuh dengan:

- 1) Pencairan komoditi menjadi uang dan pembatalan akad. Jika pembagian laba dilakukan sebelumnya, maka harus menutupi kerugian yang terjadi setelah pembagian itu, atau
- 2) Pencairan harta dan pembatalan akad meskipun harta belum dibagikan secara fisik karena akad sudah berakhir dan modal sudah dapat dipastikan, atau
- 3) Pencairan modal saja dan pembagian sisa kelebihan disertai dengan diambilnya modal oleh shahibulmâl (*al-qabdh*),⁴² karena mengambil modal sama kedudukannya dengan membatalkan akad menurut Ibnu al-Muqri.

Pendapat senada juga diadopsi Ulama Maliki, sedang pendapat ulama Hanafi lebih ketat dalam masalah ini.⁴³

Menurut peneliti, kebolehan pembagian pada pertengahan usaha dan dianggap sebagai suatu tahap akad diperkuat dengan pendapat ulama Hanbali tentang suatu "perhitungan yang sederajat dengan *al-qabdh*" (modal dipegang shahibulmâl), yaitu bahwa akad mudhârabah sudah selesai walaupun shahibulmâl tidak memegangnya, dan jika ia menyuruhnya kembali mengelola modal berarti sudah terjadi akad mudhârabah kedua.⁴⁴ Pendapat Ahmad tentang adanya penghitungan yang sederajat dengan *al-qabdh* (menerima modal secara resmi) membuat akad mudhârabah lebih fleksibel dapat diadopsi terutama dalam praktek bisnis modern yang didukung oleh kemajuan teknologi informasi.

Tujuan konsep *al-qabdh* yang dikemukakan mayoritas ulama adalah terjadinya likuidasi kekayaan, penyelesaian akad, dan jaminan keselamatan modal. Untuk mencapai tujuan tersebut, namun mereka berbeda pendapat dari segi format dan mekanisme, sedangkan sesuai dengan kaidah umum muamalat

hukum muamalat dapat berubah dengan berubah waktu, tempat, dan tradisi bisnis.⁴⁵

Sebenarnya penaksiran nilai aset mudhârabah merupakan pendapat ijthadiyah selama disepakati oleh kedua pihak berakad. Misalnya dapat dianalisa dari pernyataan al-Syarbaini al-Syafi'i dalam *Mughni al-Muhtâj*:⁴⁶

Jika shahibulmâl berkata pada mudharib (saat akad berakhir): "Jangan jual (jangan cairkan), karena kita cukup menaksir nilai dengan penilaian dua ahli taksir terpercaya," atau ia berkata, "Aku akan menyerahkan bagian labamu dengan harta yang cair," demikian juga jika mudharib redha menerima bagian laba berupa barang melalui penaksiran nilainya, sebagaimana yang ditegaskan oleh Ibnu al-Muqri, "Jika terjadi kemahalan harga barang setelah itu, maka kenaikan itu tidak memberi pengaruh taksiran masa pembagian.

Dalam *Syarh Muntaha al-Iradat*, al-Buhûtiy menyebutkan:

Jika akad mudhârabah sudah dibubarkan, sedang harta mudhârabah (modal dan laba) masih berupa barang dan uang dirham, sedang modal sebelumnya berupa uang dinar, atau kebalikannya, yaitu harta mudhârabah saat ini berupa uang dinar sedang sebelumnya berupa dirham, lalu shahibulmâl redha menerima harta dalam keadaan demikian, maka nilai harta dihitung dengan cara ditaksir, sedang amil menerima harta cair... jika harga barang naik setelah itu, amil tidak boleh menuntut shahibulmâl.⁴⁷

Dengan demikian, masalah penghitungan modal dan laba adalah masalah ijthadiyah selama hal-hal yang dikhawatirkan dapat dihindarkan. Dan berdasarkan pernyataan para ulama, tidak ada halangannya secara syara' saat berakhirnya akad untuk menaksir nilai harta mudhârabah yang masih berupa barang, lalu dilakukan penyelesaian hitungan akhir. Sedangkan fluktuasi harga yang terjadi setelah pembagian laba, tidak akan memberi pengaruh apa-apa karena akad memang sudah selesai. Jika setiap periode tersebut dianggap sebagai akad mudhârabah yang berdiri sendiri. Selanjutnya nasabah investor (penabung) dapat berhenti dari akad dengan menarik dana deposito mudhârabahnya atau melanjutkan akad mudhârabah baru dengan tanpa menarik dananya sesuai dengan kepentingan pribadinya.

Berdasarkan keterangan di atas, peneliti menyatakan pembagian laba sukuk mudharabah secara berkala tidak berlawanan dengan aturan fikih selama dapat dilakukan dengan transparan dan nilai aset dapat ditaksir dengan baik.

3. Jaminan Keutuhan Modal

Dalam praktek sukuk mudhârabah, nampak bahwa modal akan bersifat utuh sampai masa akhir kontrak, dan bahwa emiten akan membeli aset mudhârabah pada saat jatuh tempo sesuai dengan modal awal. Misalnya, aset sukuk mudhârabah tahun 2009 (saat *purchase undertaking*) sejumlah USD100 milyar juga akan dibeli kembali oleh emiten dengan harga USD100 milyar saat jatuh pada tahun 2014 (saat *sale undertaking*). Tanpa dikaji secara fikih pun, dapat disimpulkan bahwa akad bagi hasil seperti tidak adil dan merugikan pihak mudharib jika memang terjadi kerugian atas modal.

Meneliti berbagai prospektus sukuk mudharabah, peneliti menemukan bahwa:

Pertama, pada semua sukuk mudharabah yang terbit di Indonesia tidak terdapat kontrak jual beli aset dan selanjutnya tidak terdapat penentuan aset mudharabah secara jelas yang akan menjadi rujukan bagi investor. Yang ada hanya pernyataan bahwa dana sukuk akan diinvestasikan pada suatu proyek atau aset tertentu, disamping itu modal investor akan dibayar sesuai harga nominal sukuk saat jatuh tempo.⁴⁸ Secara jelas semua mudharabah Indonesia diperbolehkan untuk diperdagangkan pada pasar sekunder, maka bagaimana mungkin ia dapat diperjualbelikan sementara aset nyata atau proyek beserta nilainya yang akan dijadikan sebagai rujukan harga sukuk tidak tertera secara jelas. Bahkan ada prospektus sukuk yang menjamin dana sukuk dengan piutang dan tagihan originator, yang juga dapat berarti bahwa aset sukuk mudharabah itu berupa piutang,⁴⁹ yang secara fikih akan berakibat jual beli utang jika diperdagangkan pada pasar sekunder.⁵⁰

Kedua, sukuk mudharabah yang diterbitkan di luar negeri, sudah memasukkan akad jual beli aset sukuk mudharabah (*sale and purchase undertaking*), secara jelas namun aset sukuk mudharabah akan dibeli kembali sesuai harga nominal sukuk.⁵¹ Disamping itu pemberian "laba tetap" secara tidak langsung juga menunjukkan jaminan atas laba sebagaimana sudah peneliti sebelumnya.

Lebih dari itu, semua perusahaan yang menerbitkan sukuk mudharabah, mencatat bahwa dana yang mereka dapat dari mudharib dianggap dan dicatat sebagai utang atas perusahaan, sedangkan aset yang mereka jual pada investor untuk menjadi aset modal mudharabah tetap dicantumkan dalam daftar aset perusahaan.⁵² Pada kenyataannya, hampir semua⁵³ penerbit sukuk tidak menjual asetnya kepada investor, buktinya aset tersebut tetap saja berada dalam daftar kekayaan perusahaan originator.⁵⁴ Selanjutnya semua risiko terhadap aset juga ditanggung originator. Apalagi, menjual aset Negara atau perusahaan tidaklah mudah, pada perusahaan ia akan berpengaruh pada tampilan neraca keuangan perusahaan dan harga saham, dan juga harus melalui RUPS perusahaan tersebut. Sedangkan pada Negara harus melalui persetujuan Dewan Perwakilan Rakyat. Di Indonesia, secara tegas sukuk Negara ijârah SBSN dinyatakan secara eksplisit bahwa Negara tidak menjual aset.⁵⁵ Jika dana sukuk sudah tercatat sebagai utang oleh originator sedang jual beli yang sebenarnya (*true sale*) tidak terjadi, berarti modal investor terjamin untuk kembali karena bersifat utang, sedangkan bobot substansinya akad bagi hasil menurun drastis.

Meneliti pendapat para fuqaha, semua mereka sepakat bahwa modal akan diserahkan pada shahibulmâl sesuai dengan jumlah nilai modal semula, misalnya jika modal awal Rp.100 milyar maka harus dikembalikan lagi oleh mudharib 100 milyar saat jatuh tempo, akan tetapi jika nilai modal berkurang saat akad berakhir karena suatu kerugian kelola usaha, maka mudharib tidak bertanggungjawab atas hal yang demikian kecuali jika terdapat kelalaian atau perbuatan wanprestasi karena mudharib berposisi sebagai amîn (pihak yang percayai –pemegang amanah) terhadap harta yang diserahkan shahibulmâl. Jika syarat tersebut tetap disertakan dalam akad, maka akadnya menjadi rusak (syarat tersebut tidak boleh dilaksanakan) menurut ulama Hanafi dan Hanbali, dan batal menurut ulama Maliki dan Syafi'i.⁵⁶ Dengan demikian, semua laba mudhârabah harus dibagi sesuai nisbah, sedangkan modal harus kembali sesuai nilai awal jika masih ada.

Peneliti tidak setuju dengan helah yang dikemukakan oleh al-Kâsâni al-Hanafi agar mudharib bertanggungjawab atas modal dengan cara meminjamkan sebagian uang pada mudharib untuk dikelola sebagai modal mudhârabah.⁵⁷ Dalam transaksi sukuk, misalnya investor meminjamkan uang sejumlah Rp.99 milyar pada emiten, lalu dibuat akan sukuk mudhârabah dimana modal investor hanya Rp.1 milyar dan modal mudharib Rp.99 milyar, sedangkan nisbah bagi hasil adalah 99% untuk investor dan 1% bagi mudharib. Berarti di sini, investor mau meminjamkan uang dengan syarat dijadikan sebagai modal mudhârabah oleh

mudharib bersama mereka (investor). Lebih dari itu, nisbah bagi hasil juga tidak adil, yang berarti investor dapat dua manfaat, yaitu akan dapat laba akad mudhârabah dan hartanya yang berjumlah Rp.99 milyar tetap utuh karena ia merupakan utang atas mudharib. Akad seperti ini masuk dalam kategori pinjaman yang menarik manfaat yang dinyatakan sama dengan riba.⁵⁸ Jelas pula di sini terdapat jual beli yang disertai persyaratan utang (بيع وسلف) yang dilarang Rasulullah SAW,⁵⁹ karena pada awal kontrak originator menjual asetnya pada investor sebagai modal mudhârabah. Pelarangan jual beli bersyarat utang tersebut disepakati oleh para ulama sebagaimana yang ditegaskan oleh Ibnu Qudamah dalam al-Mughni.⁶⁰ Bahkan dalam aplikasi sukuk mudharabah secara jelas kebanyakan emiten menjual aset perusahaannya pada shahibulmâl untuk dijadikan sebagai aset mudharabah.

Disamping itu, helah demikian termasuk helah mubah dengan tujuan terlarang, yaitu tujuan membuat mudharib bertanggungjawab atas keutuhan modal dalam akad mudhârabah yang semestinya tidak demikian.⁶¹

Oleh karena itu, jaminan keutuhan modal ditangan mudharib tidak dapat dibenarkan secara fikih karena berlawanan dengan substansi akad mudhârabah yang adil, yaitu investor tidak dapat memaksakan mudharib terhadap sesuatu yang diluar kemampuannya kecuali jika terjadi kelalaian atau wanprestasi.⁶² Sesuai dengan karakter akad mudhârabah sebagai salah satu "jenis" *wakalah* atau *ijârah* dimana "sifat amanah" pelaku usaha menjadi "modal utama" maka kepercayaan penuh dari pemodal kepada pengelola rentan disalahgunakan oleh pengelola, baik mudharib awal maupun mudharib kedua. Kemungkinan untuk menyalahgunakan dana mudhârabah oleh pengelola bisa dalam bentuk penggunaan dana yang tidak sesuai dengan kesepakatan shahibulmâl atau pelaporan laba rugi yang tidak sesuai dengan kondisi yang sebenarnya (*misreporting*).⁶³ Namun, aturan yang sedemikian ketat oleh otoritas pasar modal dan perusahaan yang boleh menerbitkan sukuk biasanya perusahaan yang sudah *qualified*, maka nampaknya masalah demikian dapat diatasi.

Fatwa tentang masalah ini juga sudah dinyatakan dengan jelas dalam fatwa tambahan AAOIFI pada Februari 2008, "Mudharib, serikat, atau wakil investasi atau para wakil mereka tidak boleh memperjanjikan untuk membeli kembali sukuk dengan nilai nominal saat jatuh tempo. Sukuk tersebut hanya boleh dibeli sesuai harga pasar yang sesungguhnya atau nilai valuasi kondisi yang sesungguhnya dari aset yang disepakati saat terjadi jual beli. Ketentuan ini sesuai dengan Standar Syariah AAOIFI no. 12 tentang sukuk musyârahah dan akad musyârahah

kontemporer butir 2/6/1/3, dan Standar Syariah no. 5 tentang ketentuan penjaminan butir 2/2/1 dan 2/2/2, "Manajer sukuk hanya bertanggungjawab atas nilai nominal sukuk saat terjadi wanprestasi atau kelalaian dan pelanggaran persyaratan, baik ia sebagai mudharib, serikat, atau wakil investasi",⁶⁴ "Dan modal hanya akan dapat kembali secara utuh jika semua aset mudhârabah dikelola mudharib dengan mekanisme ijârah *muntahiyah bi al-Tamlîk*, dengan cara mudharib membeli aset ijârah saat jatuh tempo namun dengan syarat bahwa semua cicilan (*periodical payment*) dianggap sebagai cicilan pembelian".⁶⁵

Sedangkan dalam fatwa Majma' al-Fiqh al-Islâmiy OKI tahun 1990 tentang Sanad al-Muqâradhah, hal ini dijelaskan pada butir D: "Prospektus sukuk al-Muqaradha tidak boleh memuat bahwa mudharib menjamin keutuhan modal atau menjamin sejumlah laba yang ditetapkan berdasar prosentase modal. Dan jika hal tersebut tetap dilakukan, maka syarat penjaminan itu batal secara syariat, sedangkan mudharib hanya akan berhak dengan laba mudhârabah semisal." Dan hanya terdapat satu solusi penjaminan modal yang diberikan oleh Majma' al-Fiqh al-Islâmiy, yaitu adanya janji pihak ketiga yang akan menjamin secara sukarela,⁶⁶ namun tidak dijelaskan siapa pihak ketiga tersebut.

Status amanah modal pada mudharib menempatkan shahibulmâl (investor) pada posisi beresiko tinggi atau potensial dirugikan oleh pihak pengelola. Inilah isu utama yang membuat banyak orang skeptis terhadap keberhasilan instrumen sukuk mudhârabah. Tidak ayal lagi, untuk menjaga kepentingan pemilik modal dalam hal melindungi dana dan mendatangkan profit maksimal, lembaga investasi (SPV) harus memantau secara maksimal usaha yang dilakukan pengelola. Ini berarti shahibulmâl ikut serta mengelola usaha mudhârabah dari pengawasan atau kontrol usaha agar modal investor terjaga dengan baik dari penyalahgunaan wewenang oleh mudharib. Kebolehan shahibulmâl ikut mengelola aset mudhârabah ini dibolehkan oleh Hanbali, karena masalah yang dikhawatirkan mayoritas ulama (hilang kebebasan bertindak mudharib) tidak akan terganggu jika shahibulmâl juga ikut mengelola.⁶⁷

Jika merujuk pada kaidah umum fiqh "bahaya dan kerugian harus ditolak sebisa mungkin", (الصَّرُّ بِمَنْفَعَةٍ بِقَدْرِ الْإِمْكَانِ)⁶⁸ maka berpegang dengan mazhab Hanbali dalam masalah ini sesuai dengan kaidah umum fiqh ini karena risiko yang akan ditanggung bank dan investor harus diatasi dengan berbagai usaha yang sah selama tidak ada dalil-dalil khusus yang melarangnya.

Ini adalah satu solusi fikih dalam mengatasi risiko di atas, solusi kedua adalah dengan cara memandang SPV sebagai mudharib awal dari shahibulmâl sedangkan nasabah perusahaan adalah mudharib kedua (*mudharib tsani*) dimana kedua mudharib dianggap sebagai dua pengelola yang bekerja sama. Hal ini dibolehkan dalam mazhab Hanafi tanpa perlu izin shahibulmâl, sedangkan dalam mazhab Maliki dan Hanbali harus dengan izin shahibulmâl. Mazhab Syafi'i juga membolehkan hal demikian sebagaimana adanya otoritas shahibulmâl untuk memudharabahkan hartanya pada dua orang pengelola sejak awal.⁶⁹

Solusi fikih kedua tersebut jika dilihat dari segi aplikasi lapangan, cukup akomodatif karena sebelum menginvestasikan hartanya di pasar modal, investor sudah mengetahui bahwa hartanya akan dikelola sesuai dengan tabiat SPV sebagai lembaga wakil yang melindungi hak-hak investor. Selanjutnya izin shahibulmâl dalam hal penyerahan harta pada mudharib kedua tidak diperlukan lagi karena sesuai dengan kaidah umum fikih “segala mekanisme dan aturan yang sudah menjadi `urf (kebiasaan) bagi kalangan pelaku bisnis sederajat dengan persyaratan sesama mereka”, (*المعروف بين التجار كما مشروط بينهم*)⁷⁰ dan setiap kaum muslim harus mentaati persyaratan yang mereka buat selama syarat tersebut tidak menghalalkan yang haram atau mengharamkan yang halal. Yaitu, dalam Islam juga dikenal *asas kebebasan berkontrak*, namun dalam kebebasan bersyarat terdapat sebuah kaedah umum dari hadis Nabi saw yang menunjukkan bahwa ia harus berada dalam ketentuan hukum syara` :

وَأَمْسَلْ حُونَ عَمِي شُرُوطِهِمْ إِلَّا شَرْطًا أَحَلَّ حَرَامًا أَوْ حَرَّمَ حَلَالَ لَا (رواه أبو ن عاجة و أبو داود و

الترمذيين عن ع حو بن عوف، في رواية أبي بخاري عن ابن عباس: أَمْسَلْ حُونَ عَمِي شُرُوطِهِمْ)

“Kaum muslimin harus mentaati persyaratan atau perjanjian yang mereka buat, kecuali apabila persyaratan atau perjanjian itu menghalalkan yang haram atau mengharamkan yang halal”, dan dalam riwayat al-Bukhariy berbunyi: “Kaum muslimin harus mentaati perjanjian atau persyaratan yang mereka buat” (HR. Ibnu Majah, Abû Dawud, dan al-Tirmidzi dari `Amru ibn `Auf. Sedangkan pada riwayat al-Bukhari dari Ibnu Abbas).⁷¹

Dengan demikian, dalam mekanisme sukuk mudhârabah, peneliti melihat tidak ada celah untuk memberikan jaminan atas keutuhan modal investor dari kerugian atau kekurangan berdasar prinsip keadilan transaksi Islami dan karakter dasar akad mudhârabah (*al-ghunm bi al-ghurm*), kecuali jika semua aset mudhârabah dikelola mudharib dengan mekanisme ijârah *muntahiyah bi al-*

Tamlík. Selanjutnya yang perlu ditingkatkan dalam mekanisme sukuk mudhârabah adalah kualitas good governance atau sistem agensi⁷² bisnis yang maksimal.

E. Kesimpulan

Berdasarkan bahasan di atas, peneliti menyimpulkan suatu kesimpulan besar bahwa sukuk mudharabah cukup fleksibel untuk diterapkan oleh korporat dan pemerintah, dan juga dapat mekanisme yang bermacam-macam dalam kerangka rekayasa keuangan Islam. Namun, beberapa alasan kesesuaian syariah dan aspek pemasaran perlu mendapat perhatian dari stakeholders sukuk. Secara detail, peneliti mengemukakan temuan penelitian ini sebagai berikut:

1. Akad mudharabah sangat ideal dilaksanakan pada pasar modal secara ideal karena ia sudah merupakan pasar yang matang (*mature market*), karena selama ini akad mudharabah sulit dilaksanakan pada lembaga keuangan perbankan syariah.
2. Karena sukuk mudharabah menuntut pasar yang lebih matang, maka penerapannya akan semakin memacu terbentuknya pasar modal yang lebih profesional sesuai tuntutan era globalisasi, seperti pencapaian yang diraih oleh Emirat Arab, Bahrain, dan Malaysia.
3. Bagi investor, sukuk mudharabah lebih prospektif daripada saham biasa, karena mempunyai analisa keuangan yang jelas dari perusahaan peneringkat efek dan dengan jangka waktu terbatas.
4. Penulis melihat bahwa sukuk mudharabah Indonesia lebih taat asas dari pada sukuk mudharabah luar negeri, dimana terbukti dari tingkat pemberian return yang jujur kepada investor (mencapai 26% pertahun), yang tidak dijumpai dalam sukuk mudharabah negara manapun. Hal ini merupakan preseden baik bagi pengembangan sukuk mudharabah di Indonesia.
5. Sukuk mudharabah dapat dilaksanakan dalam skim yang berbeda-beda, oleh penerbit yang bermacam-macam bahkan sangat memungkinkan diterbitkan oleh pemerintah.
6. Diantara hal penting yang diperlukan dalam aplikasi sukuk mudharabah adalah ketentuan taat asas syariah Islam, karena ketaatan pada prinsip keadilan dan keterbukaan yang terdapat dalam ekonomi Islam sebenarnya akan membuat produk keuangan Islam lebih profesional.

Sebagai tahap awal pengembangan sukuk mudharabah, Penulis menyarankan agar para calon emiten sukuk dapat menerbitkan sebagian dari nilai total emisinya dalam bentuk sukuk mudharabah dan dilaksanakan dengan disiplin

sesuai dengan ketentuan syariah Islam. Diperlukan suatu studi khusus dalam bentuk workshop guna menerbitkan sukuk mudharabah yang sesuai dengan tuntunan syariah (*shariah guidance*) dan tuntutan pasar (*market demand*) yang akan diterapkan pada sukuk korporat dan juga negara ataupun pemerintahan daerah.

Catatan Akhir:

¹ Kamâl Taufiq Hattâb, *al-Shukûk al-Waqfiyah wa Dauruhâ fi al-Tanmiyah*, Makalah, Fakultas Syariah dan Studi Islam, Universitas Yarmuk, 2006, hal. 11.

² Monzer Kahf, *Instruments of Meeting Budget Deficit in Islamic Economy*, Occasional Paper, (Jeddah: IRTI IDB, 2004), hal. 49.

³ Alimin, *Sukuk Sebagai Instrumen Keuangan Islam Inovatif Dinamis antara Tantangan dan Harapan*, Jurnal Hukum Islam al-Ahkam, Pascasarjana IAIN Imam Bonjol Padang, Vol. 1, No. 1, April 2010, hal. 90

⁴ Keputusan AAOIFI, No. 17 tahun 2003 tentang Standar Syariah terhadap Sukuk Investasi

⁵ Makalah: M. Damshal Awang Damit, *Islamic Fixed Income Analytics & Risk Management*, Malaysia: Muamalat Avenue Sdn Bhd, 24 Maret 2006. Damshal menyatakan: "Empirical evidence that the more mature markets would tend to focus more on capital market than the traditional banking services, dan hal ini senada dengan laporan IOSCO 2003: 'Move from Islamic banking sector to Islamic capital market was observed as the industry matures'".

⁶ Mannan, M.A. *Understanding Islamic Finance: A Study of the Securities Market in an Islamic Framework*, (Jeddah: IDB-IRTI, 1993/1413H), cet. 1, hal. 43.

⁷ Fatwa AAOIFI, No. 17, Bagian: 3/6/3.

⁸ Definisi AAOIFI lebih lentur dari sisi hukum fikih karena lebih terbuka untuk dimasukkan fatwa baru. Bandingkan juga dengan definisi Ali Arsalan dan Sami Hasan Hamud. Lih.: Ali Arsalan Tariq, *Managing Financial Risks of Sukuk Structures* -Tesis Masters of Science, (United Kingdom: Loughborough University, 2004), hal. 18; Sami Hasan Hamud, *al-Adawat al-Tamwiliyah li al-Syirkat al-Musahamah*, "Instrumen Pendanaan Perusahaan Join Saham Islami", (*al-Ma'had al-Islamiyah li al-Buhûts wa al-Tadrib*, 1996), hal. 74, dan: Walid Khairullah, *Sanadât al-Muqâradhah* (Efek-efek Muqaradhah), (*al-Ma'had al-Islamiyah li al-Buhûts wa al-Tadrib*, 1994), hal. 93

⁹ Sapto Raharjo, *Panduan Investasi Obligasi*, (Jakarta: Gramedia Pustaka Utama, 2003), hal. 145

¹⁰ Bapepam. Lap. Bapepam Per 31 Februari 2013 (Sumber: Situs resmi Bapepam: <http://www.bapepam.go.id>.)

¹¹ Tim Studi tentang Investasi Syariah di Pasar Modal Indonesia Departemen Keuangan Republik Indonesia-Bapepam, *Studi tentang Investasi Syariah di Pasar Modal Indonesia*, (Jakarta: Proyek Peningkatan Efisiensi Pasar Modal, 2004), hal. 35

¹² M. A. Mannan, Monzer Kahf, dan Ausaf Ahmad (co editor), *International Economic Relations from Islamic Perspectives*, Islamic Research And Training Institute, kumpulan hasil seminar 28 Agustus 1988 di Tübingen Jerman, (Jeddah: Islamic Development Bank, IRTI, 1992),

cet. 1, hal. 227, dan: Bashir Ali Khallat dalam Salman Syed Ali, *Islamic Capital Market Products: Developments and Challenges*, Occasional Paper No. 9, 1425H / 2005 (Jeddah: IRTI, Islamic Development Bank Group, 2005), hal. 63, dikutip dari Chiquier, Loïc, Olivier Hassler; and Michael Lea (2004), *Mortgage Securities in Emerging Markets*, World Bank Policy Research Working Paper 3370, August 2004.

¹³ MENA Sukuk Report, Global Investment House, Kuwait (Global Research – GCC), Strategy, Februari 2009, hal. 4, www.gfh.com. Berdasar sumber Zawya.com, emisi sukuk mudhârabah 2007 mencapai USD8 milyar.

¹⁴ Laporan Global Investment House, Kuwait (Global Research – GCC), Strategy, January 2008, hal. 19, www.gfh.com

¹⁵ Majalah *Islamic Finance News* (The World's Global Islamic Finance News Provider), Malaysia, Vol. 5, Terbitan ke-3, 25 Januari 2008, hal. 39. www.islamicfinancenews.com, dan: Moody's Special Comment, *Understanding Moody's Approach to Unsecured Corporate Sukuk*, Agustus 2007, hal. 5. www.moody's.com

¹⁶ Kajian Sistem Informasi Produk Syariah Bapepam, 2011. Diakses dari: <http://www.bapepam.go.id>.

¹⁷ Ibnu 'Âbidîn -Muhammad Amîn ibn 'Umar ibn 'Abd al-'Azîz, *Hâsyiyah Ibnu 'Âbidîn -al-Radd al-Muhtâr 'alâ al-Durr al-Mukhtâr Syarh Tanwîr al-Abshâr*, (Mesir: Mushthafâ al-Halabiyy, 1386 H), jil. 5, hal. 648; Abû Bakr al-Kâsânîy, *Badâi' al-Shânâi'*, hal. 3602; Muhammad ibn Ahmad al-Syarbainîy al-Khathîb (w.977 H), *Mughni al-Muhtâj Syarh al-Minhâj*, (Beirut: Dâr Ihyâ' at-Turâts al-'Arabiyy, tp.th.), jil. 2, hal. 312; Abû Zakariya Yahyâ ibn Syaraf al-Nawawiyy, *Raudhah Thâlibîn*, (Beirut: al-Maktab al-Islâmiyy li al-Thibâ'ah wa al-Nasyr, 1405), jil. 5, hal. 123; Ibnu Qudâmah al-Maqdisiyy, *al-Mughniyy*, (Beirut: Dâr al-Kitâb al-'Arabiyy, tp.th.), jil. 5, hal. 140; Syamsuddîn Abû al-Faraj 'Abdurrahmân ibn Abû 'Umar Muhammad ibn Ahmad ibn Qudâmah al-Maqdisiyy (w.682H), *al-Syarh al-Kabîr 'alâ Matan al-Muqni'*, (Beirut: Dâr al-Kitâb al-'Arabiyy, tp.th.), jil. 5, hal. 116; dan, Abû 'Abdillah Muhammad ibn 'Abdullâh ibn 'Aliyy (w.1101 H), *Syarh al-Khirsîy 'alâ Mukhtashar Khalîl*, (Beirut: Dâr Shâdir, 1317 H), jil. 6, hal. 209.

¹⁸ Ahmad ibn Muhammad ibn Hajar al-Haitamiyy, *Tuhfah al-Muhtâj fi Syarh al-Minhâj*, (Mekah: Dâr Hirâ', 1406), jil. 6, hal. 89

¹⁹ Ibnu Qudâmah al-Maqdisiyy, *al-Mughniyy*, hal. 186-187

²⁰ Abû 'Abdillah Muhammad ibn 'Abdullâh ibn 'Aliyy (w.1101 H), *Syarh al-Khirsîy 'alâ Mukhtashar Khalîl*, (Beirut: Dâr Shâdir, 1317 H), jil. 6, hal. 203

²¹ Misalnya, pada 1) Prospektus sukuk mudhârabah Aldar Properties PJSC 2007, hal. 141, 2) Prospektus sukuk musyârahak JAFZ Ltd. 2007, hal. 94, 3) Prospektus sukuk wakalah Tamweel 2008, hal. 4, 4) Prospektus sukuk mudhârabah Dana Gas Sukuk Limited UAE 2007, hal. 43, 5) Prospektus sukuk mudhârabah Qatar Alaqaria Sukuk Company Qatar Real Est. 2007, hal. 81, 6) Sukuk Mudhârabah Projek Lintasan Shah Alam Sdn Bhd (PLSA) Malaysia, 31 Oktober 2008, sejumlah RM415 juta, sumber: Majalah *Islamic Finance News* (The World's Global Islamic Finance News Provider), Malaysia, Deals of the Year 2007, hal. 20. www.islamicfinancenews.com

²² Yaitu hadits "*La yahill bai' salaf*", (Tidak halal jual beli yang disertai syarat pinjaman). Malik, *al-Muwattha'*, (Mesir: Dâr Ihyâ' al-Turâts al-'Arabiyy, tp.th.), jil. 2, hal. 657; Ahmad ibn Hanbal (w.241H), *Musnad Ahmad ibn Muhammad ibn Hanbal*, Syaḥiq: Abû al-Mu'âthiyy al-Nûriyy, (Beirut: 'Âlam al-Kutub, 1993), jil. 2, hal. 174; Muhammad ibn Hibbân, *Shahîh ibn Hibbân*, Beirut: Mu'assasah al-Risâlah, 1993), jilid. 10, hal. 161.

²³ Ibnu Qudâmah al-Maqdisiyy, *al-Mughniyy*, (Beirut: Dâr al-Fikr, 1405), jil. 4, hal. 162

- ²⁴ Ibnu Qudâmah al-Maqdisiyy, al-Mughniyy, hal. 178-179; Muhammad ibn Ahmad ibn Rusyd al-Qurthubi, *Bidâyah*, hal. 241, dan: Malik ibn Anas, *al-Muwattha'*, (Mesir: Mathba'ah Mustafa al-Bâbiyy al-Halabiyy, 1381H), jil. 3, hal. 359.
- ²⁵ Abû Bakr al-Kâsâniyy, *Badâi' al-Shânâi'*, hal. 3631
- ²⁶ Ibnu Qudâmah al-Maqdisiyy, al-Mughniyy, hal. 178-179; Muhammad ibn Ahmad ibn Rusyd al-Qurthubi, *Bidâyah*, hal. 241, dan: Malik ibn Anas, *al-Muwattha'*, (Mesir: Mathba'ah Mustafa al-Bâbiyy al-Halabiyy, 1381H), jil. 3, hal. 359.
- ²⁷ Abû Bakr al-Kâsâniyy, *Badâi' al-Shânâi'*, hal. 3631
- ²⁸ Ibnu Qudâmah al-Maqdisiyy, al-Mughniyy, hal. 178-179; Muhammad ibn Ahmad ibn Rusyd al-Qurthubi, *Bidâyah*, hal. 241, dan: Malik ibn Anas, *al-Muwattha'*, (Mesir: Mathba'ah Mustafa al-Bâbiyy al-Halabiyy, 1381H), jil. 3, hal. 359.
- ²⁹ Abû Bakr al-Kâsâniyy, *Badâi' al-Shânâi'*, hal. 3631
- ³⁰ Ibnu Qudâmah al-Maqdisiyy, *al-Mughniyy*, (Beirut: Dâr al-Fikr, 1405), jil. 5, hal. 176, dalam ungkapan Ahmad [يَكُونُ جَسَابًا كَأَقْبُضٍ]
- ³¹ Abû Muhammad 'Aliyy ibn Ahmad ibn Sa'id ibn Hazm al-Andalusiyy (w.456H), *al-Muhallâ*, (Beirut: al-Maktabah at-Tijâriyy), jil. 9, hal. 118.
- ³² Abû 'Abdillah Muhammad ibn 'Abdullâh ibn 'Aliyy (w.1101 H), *Syarh al-Khirsyi 'alâ Mukhtashar Khalil*, (Beirut: Dâr Shâdir, 1317 H), jil. 6, hal. 203; Abû Zakariyya Yahyâ ibn Syaraf al-Nawawiyy, *Raudhah al-Talibin*, (Beirut: al-Maktab al-Islâmiyy li al-Thibâ'ah wa al-Nasyr, 1405), jil. 5, hal. 123; Ibnu Qudâmah al-Maqdisiyy, *al-Mughniyy*, (Beirut: Dâr al-Kitâb al-'Arabiyy, tp.th.), jil. 5, hal. 147; Abû Bakr al-Kâsâniyy, *Badâi' al-Shânâi' fi Tartîb al-Syarâi'*, (Beirut: Dâr Ihyâ' at-Turâts al-'Arabiyy, 1998), jil. 8, hal. 3601; Abû 'Abdillah Muhammad ibn 'Abdullâh ibn 'Aliyy (w.1101 H), *Syarh al-Khirsyi 'alâ Mukhtashar Khalil*, (Beirut: Dâr Shâdir, 1317 H), jil. 6, hal. 203; dan, Abû Muhammad 'Aliyy ibn Ahmad ibn Sa'id ibn Hazm al-Andalusiyy (w.456H), *al-Muhallâ*, (Beirut: al-Maktabah at-Tijâriyy), jil. 9, hal. 116.
- ³³ Ibnu Qudâmah al-Maqdisiyy, *al-Mughniyy*, (Beirut: Dâr al-Kitâb al-'Arabiyy, tp.th.), jil. 5, hal. 178.
- ³⁴ Muhammad ibn Ahmad ibn Rusyd al-Qurthubi, *Bidâyah al-Mujtahid wa Nihâyah al-Muqtashid*, (Mesir: Mathba'ah Mustafa al-Bâbiyy al-Halabiyy, 1973), jil. 2, hal. 241.
- ³⁵ Malik ibn Anas, *al-Muwattha'*, (Mesir: Mathba'ah Mustafa al-Bâbiyy al-Halabiyy, 1381H), jil. 3, hal. 359
- ³⁶ Ibnu Qudâmah al-Maqdisiyy, *al-Mughniyy*, (Beirut: Dâr al-Kitâb al-'Arabiyy, tp.th.), jil. 5, hal. 178-179
- ³⁷ Muhyiddîn Abû Zakariyya Yahya ibn Syaraf al-Nawawiyy (w.676H), al-Majmû' Syarh al-Muhadzab, (Kairo: 'Isa al-Halabi, 1376 H), cet. 3, jil. 1, hal. 387.
- ³⁸ Abû Muhammad 'Aliyy ibn Ahmad ibn Sa'id ibn Hazm al-Andalusiyy (w.456H), *al-Muhallâ*, (Beirut: al-Maktabah at-Tijâriyy), jil. 9, hal. 118.
- ³⁹ Abû Bakr ibn Mas'ûd ibn Ahmad 'Alâ' al-Dîn al-Kâsâniyy al-Hanafîyy (w.587H), *Badâi' al-Shânâi' fi Tartîb al-Syarâi'*, (Mesir: Zakariyya 'Aliyy Yûsuf, tp.th.), jil. 8, hal. 3652
- ⁴⁰ Abû 'Abdillah Muhammad ibn 'Abdullâh ibn 'Aliyy (w.1101 H), *Syarh al-Khirsyi 'alâ Mukhtashar Khalil*, (Beirut: Dâr Shâdir, 1317 H), jil. 6, hal. 223; Muhammad ibn Ahmad ibn Rusyd al-Qurthubi, *Bidâyah al-Mujtahid wa Nihâyah al-Muqtashid*, (Mesir: Mathba'ah Mustafa al-Bâbiyy al-Halabiyy, 1973), jil. 2, hal. 240, dan: Abû 'Abdillah Muhammad ibn 'Abdullâh ibn 'Aliyy (w.1101 H), *Syarh al-Khirsyi 'alâ Mukhtashar Khalil*, (Beirut: Dâr Shâdir, 1317 H), jil. 6, hal. 223
- ⁴¹ Muhammad ibn Ahmad al-Syarbainiyy al-Khathîb (w.977 H), *Mughni al-Muhtâj Syarh al-Minhâj*, (Beirut: Dâr Ihyâ' at-Turâts al-'Arabiyy, tp.th.), jil. 2, hal. 318.

⁴² *al-Qabdh* secara bahasa berarti genggaman, penguasaan, atau mengambil atau menerima sesuatu sepenuh genggaman tangan. Dan pengertian ini juga digunakan sebagai "memperoleh atau mendapatkan sesuatu" walaupun tidak dengan tapak tangan. *al-Qabdh (al-Qabh)* secara istilah fikih dalam jual beli adalah: penjual menghilangkan sekat penghalang antara pembeli dengan barang dimana memungkinkan bagi pembeli untuk memanfaatkan atau bertindak dengan barang tersebut (*takhliyah*). Cara *al-qabdh* penyerahan langsung ATAU penjual mengosongkan alat atau barang-barangnya dari barang yang dijual (*ikhla'*) ATAU barang dipindahkan ke tempat pembeli ATAU menimbang atau menakar barang tersebut. Ringkasnya, *al-qabdh* adalah "penguasaan barang", namun caranya sesuai dengan "adat" dan "kebiasaan" kecuali bila ada *nash* tertentu yang mengaturnya.

⁴³ Abû Bakr al-Kâsâniy, *Badâi' al-Shânâi' fi Tartîb al-Syarâi'*, (Beirut: Dâr Ihyâ' at-Turâts al-'Arabiyyah, 1998), jil. 8, hal. 3652-3653

⁴⁴ Ibnu Qudâmah al-Maqdisiyy, *al-Mughniyy*, (Beirut: Dâr al-Kitâb al-'Arabiyy, tp.th.), jil. 5, hal. 176

⁴⁵ Ahmad ibn Muhammad az-Zarqâ, *Syarh al-Qawâ'id al-Fiqhiyyah*, Tahkik: Mushtafâ Ahmad az-Zarqâ, (Damaskus: Dâr al-Qalam, 1989), hal. 227

⁴⁶ Muhammad ibn Ahmad al-Syarbainiyy al-Khathîb (w.977 H), *Mughni al-Muhtâj Syarh al-Minhâj*, (Beirut: Dâr Ihyâ' at-Turâts al-'Arabiyy, tp.th.), jil. 9, hal. 308

⁴⁷ Manshûr ibn Yunus al-Buhûtiyy (w.1051H), *Syarh Muntahâ al-Îrâdât*, (Beirut: 'Âlam al-Kutub, 1996), jil. 2, hal. 220.

⁴⁸ Misalnya, Prospektus Ringkas Sukuk Mudharabah Bank Muamalat Tahun 2008, Bagian Keterangan tentang Sukuk, No. 5.3; Prospektus Obligasi Syariah Mudharabah Tahun 2003-PT BLT, hal. 3; Prospektus "Berlian Laju Tanker Syariah Mudharabah Th. 2003", sejumlah 60 milyar dengan tenor 5 tahun, prospektus tertanggal 19 Mei 2003, hal. 1

⁴⁹ Pensis seperti sekuritisasi konvensional (ABS) yang menjadikan piutang sebagai aset yang membackup sekuritas.

⁵⁰ Prospektus "Sukuk Mudharabah I Adhi Tahun 2007" sejumlah Rp.125 milyar dengan tenor 5 tahun, prospektus tertanggal 7 Mei 2007, hal. 1.

⁵¹ Seperti pada sukuk mudharabah Dana Gas dan Qatar Alaqaria Sukuk Company. Sumber: Prospektus sukuk mudharabah "Dana Gas Sukuk Limited", UAE, Tahun 2007 sejumlah USD1 milyar dengan tenor 5 tahun, prospektus tertanggal 29 Oktober 2007, hal. 10 dan: Prospektus sukuk mudharabah "Qatar Alaqaria Sukuk Company", Qatar, USD300 juta dengan tenor 7 tahun sampai 5 tahun, prospektus tertanggal 31 Juli 2007, hal. 2 dan 12; dan, Merilync- 27 November 2007, hal. 234, dan: Danagas.com, The Executive Chairman of the Board, *Dana Gas Sukuk Chairman Letter*, Extraordinary General Meeting for approval of issue of Convertible Sukuk, Juni 2007.

⁵² Misalnya, pada sukuk mudharabah Indosat Tahun 2002, dana (*proceeds*) sukuk mudharabah dicatat dalam daftar utang perusahaan. PT Indosat Tbk, Indosat Reported Nine Months 2007: Operating And Financial Results With Limited Review Reports, 22 November 2007, pada bagian, *Summary of our long-term indebtedness as of 30 June 2005*, hal. 4. Sumber: <http://www.indosat.com>

⁵³ Menurut laporan Perusahaan Pemingkatan Moodys Investor, dari ratusan sukuk, hanya Sukuk Tamweel UAE Tahun 2007 dan Sukuk Sorouh PJSC UAE Tahun 2007 yang benar-benar menjual aset ijârah mereka. Sumber: Alberto Brugnoli, *Shariah Governance at Work: from Asset-Based to Asset-Back Sukuk*, Majalah Shirka, Tahun ke-2, Terbitan ke-7, Quarterly 2008, Switzerland, www.shirkah-finance.com, dan: Khalid Hawladar (Vice President and Senior Credit Officer for Asset-Backed & Sukuk Finance at Moody's) dalam makalah *The Future of Sukuk*:

Substance Over Form, Minggu, <http://www.cpifinancial.net>, 31 Mai 2009, www.moody's.com, dan <http://www.cpifinancial.net>.

⁵⁴ Keputusan AAOIF, 14 Februari 2008, No.1, secara tegas melarang hal tersebut, "Manajer sukuk harus memastikan perpindahan kepemilikan aset sukuk".

⁵⁵ Siaran Pers, Departemen Keuangan Republik Indonesia Biro Hubungan Masyarakat, No. 9 I/HMS/2009, 30 Juni 2009, terdapat "tambahan" (perubahan) terhadap struktur sukuk SR-001 dimana dinyatakan: "Penerbitan SBSN/Sukuk Negara Dilakukan Dengan Tidak Menjual Aset Negara. <http://www.depkeu.go.id>. Dalam Prospektus sukuk ijarah SBSN SR-001, hal. 4, terdapat pernyataan:

Aset SBSN sebagai dasar transaksi SBSN merupakan satu kesatuan yang tidak terbagikan. Aset SBSN bukan merupakan jaminan dan tidak dapat diklaim baik secara individual atau bersama-sama oleh Pemilik Sukuk Negara Ritel. Aset SBSN tidak dapat dipindahtangankan oleh Pemilik Sukuk Negara Ritel kepada pihak lain. Perdagangan SBSN di pasar sekunder merepresentasikan perdagangan bukti penyertaan/ kepemilikan atas Aset SBSN.

⁵⁶ Abû Bakr al-Kâsâniy, *Badâi' al-Shânâi' fi Tartîb al-Syarâi'*, (Beirut: Dâr Ihyâ' at-Turâts al-'Arabiyy, 1998), jil. 8, hal. 3602; Ibnu Qudâmah al-Maqdisiyy, *al-Mughniyy*, (Beirut: Dâr al-Kitâb al-'Arabiyy, tp.th.), jil. 5, hal. 189; Muhyiddîn Abû Zakariyâ Yahya ibn Syaraf al-Nawawiyy (w.676H), *al-Majmû' Syarh al-Muhadzab*, (Kairo: 'Isa al-Halabi, 1376 H), cet. 3, jil. 1, hal. 388, dan: Muhammad ibn Ahmad ibn Rusyd al-Qurthubiyy, *Bidâyah al-Mujtahid wa Nihâyah al-Muqtashid*, (Mesir: Mathba'ah Mustafa al-Bâbiyy al-Halabiyy, 1973), jil. 2, hal. 238.

⁵⁷ Abû Bakr al-Kâsâniy, *Badâi' al-Shânâi' fi Tartîb al-Syarâi'*, (Beirut: Dâr Ihyâ' at-Turâts al-'Arabiyy, 1998), jil. 8, hal. 3605

⁵⁸ Ketentuan berasal dari hadits Nabi saw: *كُلُّ قَرْضٍ جُرِّ مَفْعَةً فَهُوَ رِبَا* yang artinya setiap utang yang menarik manfaat adalah riba. Meskipun hadith ini lemah tapi ia dikuatkan oleh dalil umum syariat, yaitu kesimpulan dari berbagai kasus tentang riba dan disepakati oleh para ulama. DR. Wahbah az-Zuhaili, *al-Fiqh al-Islâmi wa Adillatuhu*, (Beirut: Dâr al-Fikri, 1997), cet. 4, jil. 5, hal. 401, dan jil.5, hal. 401.

⁵⁹ Yaitu hadits "*La yahill bai' wa salaf*", (Tidak halal jual beli yang disertai syarat pinjaman). Hadits ini diriwayatkan oleh banyak periwayat seperti: 1) Malik dalam *al-Muwattha'*, (Mesir: Dâr Ihyâ' al-Turâts al-'Arabiyy, tp.th.), jil. 2, hal. 657, 2) Ahmad ibn Hanbal (w.241H), *Musnad Ahmad ibn Muhammad ibn Hanbal*, Muhaqqiq Abû al-Mu'âthiyy al-Nûriyy, (Beirut: 'Âlam al-Kutub, 1993), jil. 2, hal. 174, dan 3) Muhammad ibn Hibbân, *Shahîh ibn Hibbân*, (Beirut: Muassasah al-Risâlah, 1993), jilid. 10, hal. 161. Ibnu Juzai secara tegas menyatakan bahwa ulama berijmak bahwa jual beli disertai dengan persyaratan pinjaman adalah haram, dan kalaupun ada yang menyatakan jual belinya sah, namun syarat utang tetap batal. Sumber: Kementerian Perwakafan Kuwait, *al-Mausû'ah al-Fiqhiyah al-Kuwaitiyyah*, (Kuwait: Kementerian Perwakafan Kuwait, 2006), jil. 10, hal. 198

⁶⁰ Ibnu Qudamah al-Maqdisi (w.682H), *al-Mughni*, (Beirut: Dâr al-Kutub al-'Ilmiyyah, tp.th.), jil. 4, hal. 162

⁶¹ Abû Ishaq Ibrahim ibn Musa ibn Muhammad al-Lakhamiyy al-Syathibiyy al-Gharnathiyy (w.790H). *al-Muwâfaqât fi 'Ushûl al-Ahkâm*, Tahkik: Abdullah Darrâz, (Beirut: Dâr al-Ma'rifah, tp.th.), jil. 2, hal. 337

⁶² Majma' al-Fiqh al-Islâmiyy dalam fatwanya melarang jaminan atas pengelola mudharabah. Sumber: Fatwa Majma' al-Fiqh al-Islâmi, No. 10, Konferensi ke-6, tahun 1990, bagian 4.

⁶³ Masalah ini dalam teori pasar modal dikaji dalam "teori signaling" yang bertujuan agar informasi yang diberikan pengelola (manager) benar-benar sesuai data yang sebenarnya sehingga

investor lama dan yang akan menanamkan modal tidak terkecoh, apa yang disebut tidak terjadinya *asymmetric information*. Zaenal Arifin, Teori Keuangan dan Pasar Modal, (Jogjakarta: Ekonisia, 2005), hal. 12.

⁶⁴ Tambahan fatwa ini, adalah hasil 3 sidang fatwa Dewan Syariah AAOIFI, yaitu sidang fatwa 27 Juni 2007 di Medinah, sidang fatwa 8 September 2007 di Mekah, dan sidang fatwa 14 Februari 2008 di Bahrain bersama sejumlah ahli keuangan dan perbankan Islam. www.aoofi.com

⁶⁵ Fatwa Tambahan AAOIFI tentang Sukuk, 14 Februari 2008 di Bahrain. www.aoofi.com

⁶⁶ Fatwa Majma' al-Fiqh al-Islamiyy tahun 1990 tentang Sanadât al-Muqâradhah butir H.

⁶⁷ Ibnu Qudâmah al-Maqdisiyy, *al-Mughniyy*, (Beirut: Dâr al-Kitâb al-'Arabiyy, tp.th.), jil. 5, hal. 176, dan: Manshûr ibn Yunus al-Buhûtiyy (w.1051H), *Syarh Muntahâ al-Irâdât*, (Beirut: 'Âlam al-Kutub, 1996), jil. 2, hal. 335.

⁶⁸ Ahmad ibn Muhammad az-Zarqâ, *Syarh al-Qawâ'id al-Fiqhiyyah*, Tahkik: Mushthafâ Ahmad az-Zarqâ, (Damaskus: Dâr al-Qalam, 1989), hal. 18

⁶⁹ Muhammad Shalâh al-Shâriyy, *Musykilah al-Istismâr fi al-Bunûk al-Islamiyyah*, (Jeddah: Dâr al-Mujtama', 1990), hal 76

⁷⁰ Ahmad ibn Muhammad az-Zarqâ, *Syarh al-Qawâ'id al-Fiqhiyyah*, Tahkik: Mushthafâ Ahmad az-Zarqâ, (Damaskus: Dâr al-Qalam, 1989), hal. 207

⁷¹ Zainuddîn ibn Nujaim al-Hanafîyy, *al-Asybâh wa al-Nazhâ'ir*, (Beirut: Dâr al-Kutub al-'Ilmiyyah, tp.th.), jil. 38

⁷² Teori agensi menjadi bahasan pokok dalam kajian perilaku perusahaan yang bertujuan bagaimana agar manajer benar-benar bertindak untuk kepentingan pemilik perusahaan (investor – shahibul mal), bukan untuk kepentingan dirinya sendiri sehingga perusahaan tidak lagi menjadi seperti "kotak hitam". Zaenal Arifin, Teori Keuangan dan Pasar Modal, (Jogjakarta: Ekonisia, 2005), hal. 10

DAFTAR PUSTAKA**1. Prospektus****a. Prospektus Sukuk dalam Negeri:**

- 1) Prospektus "Berlian Laju Tanker Syariah Mudhârabah Th. 2003", sejumlah 60 milyar dengan tenor 5 tahun, prospektus tertanggal 19 Mei 2003.
- 2) Prospektus Sukuk Subordinasi Mudhârabah Bank Muamalat Tahun 2008 sejumlah Rp.314 milyar dengan tenor 10 tahun, prospektus tertanggal 23 Mei 2008
- 3) Prospektus "Sukuk Mudhârabah I Adhi Tahun 2007" sejumlah Rp.125 milyar dengan tenor 5 tahun, prospektus tertanggal 7 Mei 2007.
- 4) Prospektus sukuk ijarah SBSN SR-001

b. Prospektus Sukuk Luar Negeri:

- 1) Prospektus sukuk mudhârabah "Dana Gas Sukuk Limited", UAE, Tahun 2007 sejumlah USD1 milyar dengan tenor 5 tahun, prospektus tertanggal 29 October 2007.
- 2) Prospektus sukuk mudhârabah "Qatar Alaqaria Sukuk Company", Qatar, USD300 juta dengan tenor 7 tahun sampai 5 tahun, prospektus tertanggal 31 Juli 2007.

2. Fatwa-fatwa Lembaga Fatwa Utama Kontemporer Terkait Sukuk

- a. Kumpulan Fatwa Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) Bahrain. Fatwa utama: No.17 tahun 2003 tentang Shukûk al-Istismâr. www.aaoifi.com.
- b. Semua Fatwa Majma` al-Fiqh al-Islâmiy. <http://www.fiqhacademy.org.sa/>.

3. Buku

Abû Bakr al-Kâsâniy, *Badâi` al-Shânâi` fi Tartîb al-Syarâi`*. Beirut: Dâr Ihyâ' at-Turâts al-'Arabiyy, 19982;

al-Buhûtiy, Manshûr ibn Yunus -w.1051H. *Syarh Muntahâ al-Irâdât*. Beirut: 'Âlam al-Kutub. 1996.

Alimin, *Sukuk Sebagai Instrumen Keuangan Islam Inovatif Dinamis antara Tantangan dan Harapan*, Jurnal Hukum Islam al-Ahkam, Pascasarjana IAIN Imam Bonjol Padang, Vol. 1, No. 1, April 2010.

al-Haitamiy, Ahmad ibn Muhammad ibn Hajar, ¹ *Tuhfah al-Muhtaj fi Syarh al-Minhaj*. Mekah: Dâr Hirâ'. 1406H.

al-Hishniy, Abû Bakr ibn Muhammad al-Husainiy ad-Dimasyqiyy. *Kifayah al-Akhyar fi Hall Ghayaḥ al-Ikhtishar*. Beirut: Dâr al-Ma'rifah. tp.th.

Ali, Bashir Ali Khallat dalam Salman Syed. *Islamic Capital Market Products: Developments and Challenges*. Jeddah: IDB-IRTI. 2005

al-Kâsâniy, Abû Bakr ibn Mas'ûd ibn Ahmad ³ 'Alâ' al-Dîn al-Hanafiyy (w.587H). *Badâ'i' al-Shanâ'i' fi Tartib al-Syarâ'i'*. Mesir: Zakariyâ 'Aliy Yûsuf. tp.th.

al-Nawawiyy, Abû Zakariyâ Yahyâ ibn Syaraf. *Raudhaḥ al-Thâlibîn*. Beirut: al-Maktab al-Islâmiyy li al-Thibâ'ah wa al-Nasyr. 1405.

al-Qurthubiyy, Muhammad ibn Ahmad ibn Rusyd. ³ *Bidâyah al-Mujtahid wa Nihâyah al-Muqtashid*. Mesir: Mathba'ah Mustafâ al-Bâbiyy al-Halabiyy. 1973

al-Shâriyy, Muhammad Shalâh. *Musykilah al-Istismâr fi al-Bunûk al-Islâmiah*. Jeddah: Dâr al-Mujtama'. 1997. hal 76

al-Syathibiyy, Abû Ishaq Ibrahim ibn Musa ibn Muhammad al-Lakhamiyy al-Gharnâthiyy (w.790H). *al-Muwâfaqât fi 'Ushûl al-Ahkâm*. Tahkik: Abdullah Darrâz. Beirut: Dâr al-Ma'rifah. tp.th.

al-Syirâziyy. *al-Muhadzab*. ³ Beirut: Dâr al-Fikr. tp.th.

al-Zarqâ, Ahmad ibn Muhammad, *Syarh al-Qawâ'id al-Fiqhiyah*. Tahkik: Mushthafâ Ahmad az-Zarqâ. Damaskus: Dâr al-Qalam. 1989

Arifin, Zaenal. *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. Jogjakarta: Ekonisia. 2005

Brugnoni, Alberto. *Shariah Governance at Work: from Asset-Based to Asset-Back Sukuk*. Majalah Shirka. Tahun ke-2. Terbitan ke-7. Quarterly 2008. Switzerland. www.shirkah-finance.com.

Hamoud, Sami Hasan. *al-Adawat al-Tamwiliyah li al-Syirkat al-Musahamah. al-Ma'had al-Islâmiyy li al-Buhûts wa al-Tadrîb*. 19964

¹ Ibn 'Alīy, Abū 'Abdillah Muhammad ibn 'Abdullāh (w.1101 H), *Syarh al-Khirsyī 'alā Mukhtashar Khalīl*. Beirut: Dār Shâdir, 1317 H.

ibn Hanbal, Ahmad (w.241H). *Musnad Ahmad ibn Muhammad ibn Hanbal*. Tahkik: Abū al-Mu'âthiy al-Nûriy. Beirut: 'Ālam al-Kutub. 1993

Ibnu 'Ābidīn. Muhammad Amīn ibn 'Umar ibn 'Abd al-'Azīz. *Hâsiyah Ibnu 'Ābidīn -al-Radd al-Muhtâr 'alâ ad-Durr al-Mukhtâr Syarh Tanwīr al-Abshâr*. Mesir: Mushthafâ al-Halabiyy, 1386 H), jil. 5. hal. 291

Ibnu Hazm. Abū Muhammad 'Alīy ibn Ahmad ibn Sa'īd al-Andalusiyy (w.456H), *al-Muhallâ*. Beirut: al-Maktabah at-Tijâriyy.

Ibnu Nujaim, Zainuddīn al-Hanafīy. *al-Asybâh wa al-Nazhâ'ir*. Beirut: Dâr al-Kutub al-'Ilmiyyah. tp.th. .

Ibnu Qudâmah, al-Maqdisiyy, *al-Mughniyy*. Beirut: Dâr al-Fikr. 1405H.

Kahf, Monzer. *Instruments of Meeting Budget Deficit in Islamic Economy*. Jeddah: IRTI IDB. 2004

Kuwait, Kementrian Perwakafan. *al-Mausû'ah al-Fiqhiyah al-Kuwaitiyyah*. Kuwait: Kementrian Perwakafan Kuwait. 2006.

³ Mâlik ibn Anas. *al-Mudawwanah al-Kubrâ*. Beirut: Dâr Shâdir. tp.th.

Malik ibn Anas. *al-Muwattha'*. Mesir: Mathba'ah Mustafa al-Bâbiyy al-Halabiyy. 1381H

Mannan, Monzer Kahf, dan Ausaf Ahmad (co editor). *International Economic Relations from Islamic Perspectives*. Jeddah: IDB-IRTI. 1998.

Mannan. M.A. *Understanding Islamic Finance: A Study of the Securities Market in an Islamic Framework*. Jeddah: IDB-IRTI. 1993/1413H.

Raharjo, Sapto. *Panduan Investasi Obligasi*. Jakarta: Gramedia. 1997.

Sami al-Suwailem (Director of the Research Center, Al-Rajhi Banking & Investment Corp.), *Towards An Objective Measure of Gharar in Exchange, Journal of King Abdulaziz University: Jurnal Islamic Economics Studies*, Vol. 7, Nos. 1 & 2, Oktober 1999-April 2000

Tariq, Ali Arsalan. *Managing Financial Risks of Sukuk Structures*. Tesis Masters of Science. United Kingdom: Loughborough University. 2004

4. Makalah dan Artikel

Khalid Hawladar (Vice President and Senior Credit Officer for Asset-Backed & Sukuk Finance at Moody's). *The Future of Sukuk: Substance Over Form*. Artikel. Minggu, 31 Mai 2009. www.moody's.com. dan <http://www.cpifinancial.net>.

Khalil, Mr. Ali H Khalil (Executive Vice President Kuwait Financial Centre “Markaz”). *Investment Strategy -GCC & Kuwait Responding to the Financial Crisis*. Euromoney Middle East Investment Conference. 1 Desember 2008.

Laporan Global Investment House. Kuwait (Global Research – GCC), *Strategy*, January 2008. www.gfh.com.

Laporan MIF (Malaysian Islamic Finance) 2006. Mohd Effendi ibn Abdullah and Salina Mohd Burhan (Director/Head of Islamic Markets & Public Sector and Associate Director. *Islamic Markets*.

Laporan Moody’s Special Comment. *Understanding Moody’s Approach to Unsecured Corporate Sukuk*. Agustus 2007. www.moody's.com

Majalah Islamic Finance News (The World’s Global Islamic Finance News Provider). Malaysia. Vol. 5, Terbitan ke-30. 1 Agustus 2008 www.islamicfinancenews.com

Majalah Islamic Finance News (The World’s Global Islamic Finance News Provider), Malaysia. Vol. 6, Terbitan ke-1, 9 Januari 2009. www.islamicfinancenews.com

Majalah Islamic Finance News (The World’s Global Islamic Finance News Provider), Malaysia. *Deal of the Year 2007*. 4 Januari 2008. www.islamicfinancenews.com.

MENA Sukuk Report. Global Investment House. Kuwait (Global Research – GCC). *Strategy*. Februari 2009. www.gfh.com

MIF monthly. Juni 2008. www.MIFmonthly.com. Juni 2008

Tim Studi tentang Investasi Syariah di Pasar Modal Indonesia Departemen Keuangan Republik Indonesia-Bapepam, *Studi tentang Investasi Syariah di Pasar Modal Indonesia*, (Jakarta: Proyek Peningkatan Efisiensi Pasar Modal, 2004)

5. Situs-Situs Utama

- a. <http://archive.gulfnews.com>
- b. <http://www.bakrie-brothers.com>
- c. <http://www.dubaisharetalk.com/>
- d. <http://www.indosat.com>
- e. <http://www.securitization.net>;
- f. <http://www.khaleejtimes.com>
- g. www.ArabNews.com
- h. <http://www.malaysianislamicfinance.com>
- i. www.eiib.co.uk
- j. <http://www.ptpn13.com>

Artikel-al-Qalam_2013,_Vol_30_No_1_-_Form

ORIGINALITY REPORT

12%

SIMILARITY INDEX

12%

INTERNET SOURCES

0%

PUBLICATIONS

0%

STUDENT PAPERS

PRIMARY SOURCES

1

fadlankalma.blogspot.com

Internet Source

7%

2

jurnal.uinbanten.ac.id

Internet Source

3%

3

archive.org

Internet Source

2%

Exclude quotes On

Exclude matches < 2%

Exclude bibliography On