

SUKUK MUDHARABAH SEBAGAI INSTRUMEN KEUANGAN ISLAM IDEAL KONTEMPORER

Alimin

Jurusan Syariah STAIN Batusangkar, Sumatra Barat
No Telp/HP: 081363449205

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 mudhārabah 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 Shari'ah 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 shari'ah 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: *mudaraba, sukuk, Islamic financial, Islamic banking*

Abstrak

Tahun 2012 dan 2013 dapat dikatakan sebagai tahun kebangkitan sukuk mudhārabah karena menjang jumlah dan nilai dari tahun-tahun sebelumnya. Sukuk mudhārabah 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 mudhārabah Indonesia sangat menarik bagi investor dan terkesan taat asas dan jujur, namun mengapa akhirnya sukuk mudhārabah seperti ditinggalkan?

Sebenarnya format yang lebih tepat untuk sukuk adalah akad *mudhārabah* ketika *mudhārabah* sulit diaplikasikan dalam perbankan syariah.

Aplikasi sukuk *mudhārabah* 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 *mudhārabah* 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 *shariah compliance*. Masalah dalam tulisan ini dianalisa secara kualitatif dari dua perspektif, yaitu melalui perspektif kesesuaian syariah dan perspektif efektifitas investasi.

Key words: *mudhārabah*, sukuk, keuangan Islam, bank Islam

A. Pendahuluan

Sukuk *mudhārabah* adalah sukuk senior dari segala tipe sukuk yang ada, karena secara historis para ahli keuangan Islam mendisain sukuk pertama berdasarkan akad *mudhārabah*. Ide awal sukuk dikemukakan oleh Sāmi Hāmūd dengan istilah *sanadāt al-muqāradbah* (*Muqarada bonds*) pada tahun 1977.¹ Pemikiran ini kembali beliau kemukakan kepada Kementerian Perwakafan Yordania guna memobilisasi tanah-tanah wakaf *Majma' Fiqh al-Islāmi*, dan Bank Pembangunan Islam (IDB) di Jeddah. Kemudian Monzer Kahf menulis makalah berjudul *Sanadāt al-Muqāradah* 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 ad-Duyūn*) 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 *mudhārabah* ketika akad *mudhārabah* 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 mudhārabah, mengapa kecenderungan pasar naik turun terhadap sukuk mudhārabah 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 mudhārabah, namun setelah tahun 2004 sampai sekarang (2013), sukuk ijarah lebih mendominasi tipe sukuk. Pada tahun 2006, 2009, 2010, dan 2011, sepertinya tipe sukuk mudhārabah sudah ditinggalkan. Tahun 2012 dan 2013 dapat dikatakan sebagai tahun kebangkitan sukuk mudhārabah 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 Mudhārabah	Jumlah (dlm juta rp)
1	2002	Indosat Syariah Mudhārabah Th. 2002	175,000
2	2003	Bank Bukopin Syariah Mudhārabah Th. 2003	45,000
3	2003	Bank Muamalat Syariah Subordinasi Mudhārabah Th. 2003	200,000
4	2003	Bank Syariah Mandiri Syariah Mudhārabah Th. 2003	200,000
5	2003	Berlian Laju Tanker Syariah Mudhārabah Th. 2003	60,000
6	2003	Ciliandra Perkasa Syariah Mudhārabah Th. 2003	55,000
7	2004	PTPN VII Syariah Mudhārabah Th. 2004	75,000
8	2007	Sukuk Mudhārabah I Adhi Th. 2007	125,000
9	2008	Sukuk Subordinasi Mudhārabah Bank Muamalat Th. 2008	314,000
10	2008	Sukuk Mudhārabah I Mayora Indah Th. 2008	200,000
11	2010	Sukuk Mudhārabah I Bank Nagari Tahun 2010	100,000

12	2011	Sukuk Mudhārabah Bank Sulselbar I Tahun 2011 senilai	100,000
13	2012	Sukuk Subordinasi Mudhārabah Berkelanjutan I Adhi Tahap I Tahun 2012	125,000
14	2012	Sukuk Subordinasi Mudhārabah Berkelanjutan I Tahap I Bank Muamalat Tahun 2012	800,000
15	2012	Sukuk Mudhārabah II Mayora Indah Tahun 2012	250,000
16	2013	Sukuk Mudhārabah Berkelanjutan Adira Dinamika Multi Finance I Tahun 2013 Seri A, B, dan C	379,000
17	2013	Sukuk Mudhārabah Berkelanjutan I ADHI Tahap II Tahun 2013	125,000
18	2013	Sukuk Subordinasi Mudhārabah Berkelanjutan I Tahap II Bank Muamalat Tahun 2013	700,000
Jumlah			3,208 Triliun

Semua penerbit sukuk mudhārabah 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 ijārah, murābahah, istishnā', dan musyārakah.

Disamping berbagai kelebihan yang dimiliki sukuk mudhārabah di atas, ternyata dari segi penerapan sukuk mudhārabah terkendala oleh aspek kesesuaian fikih (*shariah compliance*) dan efektifitas keuangan, yaitu 1) jika penerapan sukuk mudhārabah 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 mudhārabah, sistem pembayaran laba berkala bagi hasil, jaminan keutuhan modal sukuk mudhārabah, dan wujud aset perlu mendapat analisa kesesuaian syariah secara serius, dan 2) menerapkan sukuk mudhārabah 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 Mudhārabah

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 *mudhārabah*, *musyārakah*, *ijārah*, *murābahah*, *salam*, dan *istishnā*.

Akad *mudhārabah* dan *musyārakah* 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 sistem bagi hasil pada berbagai perusahaan Negara maju lebih disukai saham daripada obligasi dengan pendapatan tetap.⁵

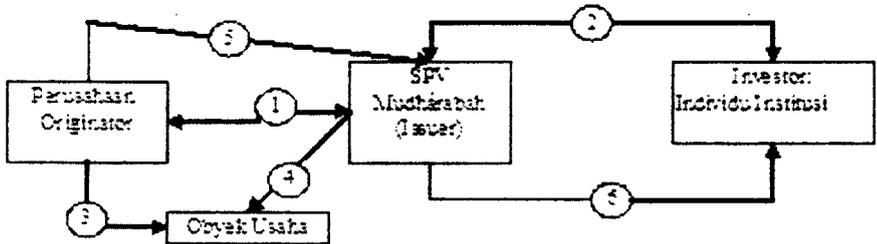
Mannan memberikan suatu pernyataan menarik tentang karakter akad *mudhārabah* yang sesuai karakter bisnis kontemporer, yaitu “*combines financial experience with business experience*”⁶ karena saat ini yang berposisi sebagai *mudhārib* bukan hanya pemilik modal langsung tapi juga lembaga keuangan yang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

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

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

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

SKEMA STRUKTUR SUKUK MUDHARABAH



1. Perusahaan (mudhārib) membuat kontrak sukuk mudhārabah dengan SPV
2. SPV terbitkan sukuk dan menawarkan kepada publik, lalu menyerahkan sertifikat sukuk mudhārabah kepada para investor (shahibul mal)
3. Mudhārib mengerjakan proyek tertentu (mobilisasi dana)
4. SPV sebagai wakil dari investor mengawasi berbagai kepentingan investor yang berkaitan dengan jalannya usaha.
5. dan 6 : Perusahaan menyerahkan bagi hasil usaha kepada investor melalui SPV
7. Pada akhir kontrak semua modal investor (sukuk) dikembalikan oleh perusahaan dengan cara: Perusahaan membelinya dengan harga pasar yang wajar (sesuai nilai aset ril) atau dilelang kepada umum

Sumber: Olahan Penulis

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

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

Sumber: Fatwa AAOFI No.17

C. Sukuk Mudhārabah 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 mudhārabah*. Setelah munculnya obligasi korporat mudhārabah 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 mudhārabah dengan nilai emisi 2,907 triliun, dan 39 sukuk dengan tipe sukuk ijarah dengan nilai emisi 7,262 triliun.¹⁰

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

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

Di antara sukuk mudhārabah 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 Mudhārabah

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

Peneliti mengemukakan beberapa contoh sukuk mudhārabah dalam dan luar negeri, antara lain: 1. Sukuk Mudhārabah IDB 1989 2. Obligasi Indosat Syariah Mudhārabah Tahun 2002, 3. Obligasi Syariah Mudhārabah PTPN VII Tahun 2004, 4. Obligasi Syariah Mudhārabah

Berlian Laju Tanker Tahun 2003, 5. Sukuk Mudhārabah Sorouh USD1,1 milyar Tahun 2008 UAE, 6. Dana Gas Sukuk Limited Tahun 2007.

E. Analisa Terhadap Aplikasi Sukuk Mudhārabah

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

Analisa peneliti fokuskan pada struktur operasional dari sukuk tersebut. Secara umum, sukuk mudhārabah 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 mudhārabah.

1. Penentuan Tingkat Nisbah Laba Sukuk Mudhārabah

Laba dalam akad mudhārabah diperoleh dari hasil kelola aset mudhārabah, 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 mudhārabah adalah *perserikatan usaba* 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 ar-Ramli asy-Syāfi'i dalam *Tuhfah al-Mubtāj* 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 mudhārabah menjadi batal."¹⁸ Ibnu Qudāmah al-Hanbali berkata: "Di antara syarat-syarat mudhārabah 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 Shāhibulmāl berkata Rp.100 ribu dari Rp.1 juta, maka ini dibolehkan karena berarti sepersepuluh (10%) dari laba.”²⁰

Pada umumnya sukuk mudhārabah menetapkan tingkat laba tertentu bagi Shāhibulmāl, 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 mudhārabah 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 mudhārabah 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 Kerjasamasetiap triwulan tidak kurang dari Rp. 00.000.000,-. 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. 00.000.000,-maka Pemegang Sukum memberikan kelebihanannya 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 mudhārabah Dana Gas tahun 2007 (Prospektus sukuk mudhārabah “Dana Gas Sukuk Limited”):

.....Certificate holders 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, 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 (Shāhibulmāl). 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. Klausul demikian diharamkan oleh semua ulama sebagaimana juga ditekankan dalam fatwa Majma` al-Fiqh al-Islāmi 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 mudhārabah. Pelarangan jual beli bersyarat utang tersebut disepakati oleh para ulama sebagaimana yang ditegaskan oleh Ibnu Qudamah dalam al-Mughni.²³

Disamping itu, kewajiban memberikan insentif saat terjadi kelebihan laba atau pinjaman saat laba berkurang berlawanan dengan tuntutan akad (*muqtadhā 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 mudhārabah tidak *shariah compliance*, sebenarnya hal tersebut dapat dihindarkan dengan tidak melakukannya sebagaimana yang dilaksanakan pada saham. Di mana 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 mudhārabah (baca: *sukuk mudhārabah 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. Sistim Pembayaran Laba Berkala Bagi Hasil

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

Dari sudut pandang fikih, membagi laba mudhārabah 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 (*istiqrār*) jika akad sudah berakhir, dan jika laba dibagi sebelum akad berakhir lalu terjadi kerugian setelah itu maka mudhārib harus menutupi kerugian tersebut,²⁴ dan bahkan ulama Hanāfi melarang pembagian laba kecuali jika akad benar-benar sudah berakhir (kerjasama usaha dibubarkan).²⁵

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

Pada dasarnya, mayoritas ulama menyatakan bahwa laba hanya bersifat kukuh (*istiqrār*) jika akad sudah berakhir, dan jika laba dibagi sebelum akad berakhir lalu terjadi kerugian setelah itu maka mudhārib harus menutupi kerugian tersebut,²⁸ dan bahkan ulama Hanāfi 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-tashfīyah an-nihāīyah*) sesuai dengan mekanisme bisnis kontemporer yang memiliki sistim pelaporan dan akuntansi yang terstandar. Ini berarti bahwa saat terjadi pembagian laba secara periodik berarti telah terjadi pembaharuan akad baru secara implicit, karena pelaporan modern yang terstandar dapat dianggap sebagai penghitungan total usaha (*bi ma'nā al-qabdh*).³⁰

Menurut peneliti, pembagian laba sebelum berakhirnya akad *mudhārabah* khususnya dalam masalah sukuk *mudhārabah* dapat ditolerir karena tradisi bisnis kontemporer dapat menghitung modal dan laba secara berkala. Dan kadangkala saat kelola usaha dilaksanakan baik *mudhārib* maupun *Shāhibulmāl* 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 *mudhārabah*, dipaksakan suatu laba yang tetap, dimana jika terjadi kekurangan laba akan ditutupi oleh *mudhārabah*, sedangkan jika berlebih dari prosentase yang ditentukan maka *mudhārib* akan menahannya. Hal ini berlawanan dengan prinsip keadilan investasi *mudhārabah* dan menjadikan skim *mudhārabah* seperti akad *ribawi* yang diharamkan.

Dalam kajian fikih, tingkat nisbah laba harus diketahui³² karena laba adalah tujuan dari akad *mudhārabah*, 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 *mudhārabah*, yaitu:

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

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

Ibnu Qudāmah al-Hanbali menjelaskan alasan ketentuan tersebut,³³ ia menyatakan: Kami tidak mengetahui adanya perbedaan pendapat ulama bahwa jika laba sudah muncul dalam mudhārabah, maka mudhārib tidak boleh mengambil apapun darinya kecuali atas seizin Shāhibulmāl, 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) Shāhibulmāl adalah mitra usaha yang terkait dengannya, maka mudhārib tidak dapat melakukan pembagian sendiri, c) Kepemilikan mudhārib terhadap laba tidak kukuh karena adanya kemungkinan terjadi kerugian. Sedang jika Shāhibulmāl mengizinkannya, ia dapat mengambil laba tersebut, karena keduanya berhak memutuskan hal demikian.

Ibnu Rusyd bahkan menyatakan bahwa pembagian tidak cukup hanya dengan izin, tapi harus dilakukan di hadapan Shāhibulmāl secara fisik sebagai syarat pembagian, dan bahkan hanya kehadiran saksi juga tidak cukup untuk melakukan pembagian.³⁴ Imam Mālik ditanya tentang mudhārib yang mengambil bagian labanya tatkala Shāhibulmāl sedang ghaib, dan bahkan jika ia menghadirkan saksi-saksi, beliau menjawab: “Ia tidak layak mengambil sedikitpun dari bagian labanya tersebut kecuali dengan kehadiran Shāhibulmāl, 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 mudhārabah 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 Syāfi'i membolehkan pembagian tersebut jika kedua belah pihak setuju karena hal demikian *hak mereka*, akan tetapi kepemilikan mudhārib 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 prioritaskan. Ibnu Qudāmah memberikan alasan bahwa tuntutan yang menolak pembagian lebih diprioritaskan:

Jika yang menolak pembagian Shāhibulmāl, maka kerugian pada modalnya tidak tertutup kemungkinan akan

terjadi, lalu ia harus menutupnya laba tersebut. Dan jika mudhārib yang menolak pembagian, maka ia tidak akan aman dari kewajiban mengembalikan laba tersebut saat ia tidak mampu mengembalikannya. Dua kondisi tersebut akan menyulitkan keduabelah pihak... bagi kami, pembolehan pembagian karena laba tersebut adalah harta mereka, maka mereka berhak membaginya seperti dua mitra syirkah 'inān, atau mereka adalah dua serikat yang boleh saja bagi mereka membaginya sebelum akad berakhir, seperti dalam syirkah 'inān.³⁶

Alasan senada juga dikatakan oleh asy-Syirāzi dalam *al-Muhadzdzab*, dan beliau menambahkan: "... penolakan pembagian Shāhibulmāl 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 mudhārabah sebagai satu proyek yang saling melengkapi, kerugian pada salah satu bidang atau segi akan ditutupi oleh laba yang didapat pada bidang atau segi lainnya.

Ulama Hanāfi tidak membenarkan pembagian harta sebelum akad berakhir dan sebelum modal Shāhibulmāl diserahkan. Jika pembagian tetap terjadi, kemudian terjadi kerugian atau kerusakan, maka pembagian tersebut tidak sah, lalu bagian laba yang telah diambil Shāhibulmāl dipotongkan dari modalnya, sedang laba yang telah diambil mudhārib menjadi utang atasnya terhadap modal. Hal ini dinyatakan al-Kasāni al-Hanāfi dalam *Badā'i' ash-Shanā'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 'inān, kedua pihak boleh membagi laba sebelum akad berakhir.

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

Menurut analisa peneliti, laba dapat dibagikan bersamaan dengan berjalannya kelola usaha mudhārabah dan dianggap sebagai suatu tahap dari akad mudhārabah, 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 *mudhārib* terhadap bagian labanya tidak kukuh kecuali melalui penyelesaian akhir akad *mudhārabah* (likuidasi).

Sebenarnya yang diinginkan ulama dalam masalah ini adalah ketepatan hitungan penaksiran asset *mudhārabah* dalam bentuk uang, maka yang dibutuhkan adalah ahli taksir yang piawai, jujur, dan transparan. Misalnya, Khathīb asy-Syarbaini asy-Syāfi'i berkata:⁴¹

Kepemilikan *mudhārib* 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 *Shāhibulmāl* (*al-qabdh*),⁴² karena mengambil modal sama kedudukannya dengan membatalkan akad menurut Ibnu al-Muqri.

Pendapat senada juga diadopsi Ulama Māliki, sedang pendapat ulama Hanāfi 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 *Shāhibulmāl*), yaitu bahwa akad *mudhārabah* sudah selesai walaupun *Shāhibulmāl* tidak memegangnya, dan jika ia menyuruhnya kembali mengelola modal berarti sudah terjadi akad *mudhārabah* kedua.⁴⁴ Pendapat Ahmad tentang adanya penghitungan yang sederajat dengan *al-qabdh* (menerima modal secara resmi) membuat akad *mudhārabah* 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 *mudhārabah* merupakan pendapat *ijtihadiyah* selama disepakati oleh kedua pihak berakad. Misalnya dapat dianalisa dari pernyataan *asy-Syarbaini asy-Syāfi'i* dalam *Mughni al-Muhtāj*.⁴⁶

Jika *Shāhibulmāl* berkata pada *mudhārib* (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 *mudhārib* 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 Muntahā' al-Irādāt*, al-Buhūti menyebutkan:

Jika akad *mudhārabah* sudah dibubarkan, sedang harta *mudhārabah* (modal dan laba) masih berupa barang dan uang dirham, sedang modal sebelumnya berupa uang dinar, atau kebalikannya, yaitu harta *mudhārabah* saat ini berupa uang dinar sedang sebelumnya berupa dirham, lalu *Shāhibulmāl* 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 *Shāhibulmāl*.⁴⁷

Dengan demikian, masalah penghitungan modal dan laba adalah masalah *ijtihadiyah* selama hal-hal yang dikhawatirkan dapat dihindarkan. Dan berdasarkan pernyataan para ulama, tidak ada halangannya secara syara' saat berakhirnya akad untuk menaksir nilai harta *mudhārabah* 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 *mudhārabah* yang berdiri sendiri. Selanjutnya nasabah investor (penabung) dapat berhenti dari akad dengan menarik dana deposito *mudhārabahnya* atau melanjutkan akad *mudhārabah* baru dengan tanpa menarik dananya sesuai dengan kepentingan pribadinya.

Berdasarkan keterangan di atas, peneliti menyatakan pembagian laba sukuk *mudhārabah* 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 mudhārabah, nampak bahwa modal akan bersifat utuh sampai masa akhir kontrak, dan bahwa emiten akan membeli aset mudhārabah pada saat jatuh tempo sesuai dengan modal awal. Misalnya, aset sukuk mudhārabah 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 mudhārib jika memang terjadi kerugian atas modal.

Meneliti berbagai prospektus sukuk mudhārabah, peneliti menemukan bahwa:

Pertama, pada semua sukuk mudhārabah yang terbit di Indonesia tidak terdapat kontrak jual beli aset dan selanjutnya tidak terdapat penentuan aset mudhārabah 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 mudhārabah 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 mudhārabah itu berupa piutang,⁴⁹ yang secara fikih akan berakibat jual beli utang jika diperdagangkan pada pasar sekunder.⁵⁰

Kedua, sukuk mudhārabah yang diterbitkan di luar negeri, sudah memasukkan akad jual beli aset sukuk mudhārabah (*sale and purchase undertaking*), secara jelas namun aset sukuk mudhārabah 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 mudhārabah, mencatat bahwa dana yang mereka dapat dari mudhārib dianggap dan dicatat sebagai utang atas perusahaan, sedangkan aset yang mereka jual pada investor untuk menjadi aset modal mudhārabah tetap dicantumkan dalam daftar aset perusahaan.⁵² Pada

kenyataannya, hampir semua⁵³ penerbit sukuk tidak menjual asetnya kepada investor, buktinya asset tersebut tetap saja berada dalam daftar kekayaan perusahaan originator.⁵⁴ Selanjutnya semua risiko terhadap asset juga ditanggung originator. Apalagi, menjual asset 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 *ijārah* SBSN dinyatakan secara eksplisit bahwa Negara tidak menjual asset.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 *Shāhibulmāl* sesuai dengan jumlah nilai modal semula, misalnya jika modal awal Rp.100 milyar maka harus dikembalikan lagi oleh *mudhārib* 100 milyar saat jatuh tempo, akan tetapi jika nilai modal berkurang saat akad berakhir karena suatu kerugian kelola usaha, maka *mudhārib* tidak bertanggungjawab atas hal yang demikian kecuali jika terdapat kelalaian atau perbuatan wanprestasi karena *mudhārib* berposisi sebagai *amīn* (pihak yang percayai –pemegang amanah) terhadap harta yang diserahkan *Shāhibulmāl*. Jika syarat tersebut tetap disertakan dalam akad, maka akadnya menjadi rusak (syarat tersebut tidak boleh dilaksanakan) menurut ulama Hanāfi dan Hanbali, dan batal menurut ulama Māliki dan Syāfi'i.⁵⁶ Dengan demikian, semua laba *mudhārabah* harus dibagi sesuai nisbah, sedangkan modal harus kembali sesuai nilai awal jika masih ada.

Peneliti tidak setuju dengan helah yang dikemukakan oleh al-Kasani al-Hanāfi agar *mudhārib* bertanggungjawab atas modal dengan cara meminjamkan sebagian uang pada *mudhārib* untuk dikelola sebagai modal *mudhārabah*.⁵⁷ Dalam transaksi sukuk, misalnya investor meminjamkan uang sejumlah Rp.99 milyar pada emiten, lalu dibuat akan sukuk *mudhārabah* dimana modal investor hanya Rp.1 milyar dan modal *mudhārib* Rp.99 milyar, sedangkan nisbah bagi hasil adalah 99% untuk investor dan 1% bagi *mudhārib*. Berarti di sini, investor mau meminjamkan uang dengan syarat dijadikan sebagai modal *mudhārabah* oleh *mudhārib* bersama mereka (investor). Lebih dari itu, nisbah bagi hasil juga tidak adil, yang berarti investor dapat dua manfaat, yaitu akan dapat laba akad *mudhārabah*

dan hartanya yang berjumlah Rp.99 milyar tetap utuh karena ia merupakan utang atas *mudhārib*. 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 *mudhārabāh*. Pelarangan jual beli bersyarat utang tersebut disepakati oleh para ulama sebagaimana yang ditegaskan oleh Ibnu Qudāmah dalam *al-Mughni*.⁶⁰ Bahkan dalam aplikasi sukuk *mudhārabāh* secara jelas kebanyakan emiten menjual aset perusahaannya pada *Shāhibulmāl* untuk dijadikan sebagai aset *mudhārabāh*.

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

Oleh karena itu, jaminan keutuhan modal ditangan *mudhārib* tidak dapat dibenarkan secara fikih karena berlawanan dengan substansi akad *mudhārabāh* yang adil, yaitu investor tidak dapat memaksakan *mudhārib* terhadap sesuatu yang diluar kemampuannya kecuali jika terjadi kelalaian atau wanprestasi.⁶² Sesuai dengan karakter akad *mudhārabāh* sebagai salah satu “jenis” *wakālah* atau *ijārah* di mana “sifat amanah” pelaku usaha menjadi “modal utama” maka kepercayaan penuh dari pemodal kepada pengelola rentan disalahgunakan oleh pengelola, baik *mudhārib* awal maupun *mudhārib* kedua. Kemungkinan untuk menyalahgunakan dana *mudhārabāh* oleh pengelola bisa dalam bentuk penggunaan dana yang tidak sesuai dengan kesepakatan *Shāhibulmāl* 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, “*Mudhārib*, 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 *musyārakah* dan akad *musyārakah* 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 mudhārib, serikat, atau wakil investasi”,⁶⁴ “Dan modal hanya akan dapat kembali secara utuh jika semua aset mudhārabah dikelola mudhārib dengan mekanisme *ijārah muntahiyah bi at-tamlik*, dengan cara mudhārib membeli aset *ijārah* saat jatuh tempo namun dengan syarat bahwa semua cicilan (*periodical payment*) dianggap sebagai cicilan pembelian”.⁶⁵

Sedangkan dalam fatwa Majma’ al-Fiqh al-Islāmi OKI tahun 1990 tentang Sanad al-Muqāradhah, hal ini dijelaskan pada butir D: “Prospektus sukuk al-Muqāradhah tidak boleh memuat bahwa mudhārib 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 mudhārib hanya akan berhak dengan laba mudhārabah semisal.” Dan hanya terdapat satu solusi penjaminan modal yang diberikan oleh Majma’ al-Fiqh al-Islāmi, yaitu adanya janji pihak ketiga yang akan menjamin secara sukarela,⁶⁶ namun tidak dijelaskan siapa pihak ketiga tersebut.

Status amanah modal pada mudhārib menempatkan Shāhibulmāl (investor) pada posisi beresiko tinggi atau potensial dirugikan oleh pihak pengelola. Inilah isu utama yang membuat banyak orang skeptis terhadap keberhasilan instrumen sukuk mudhārabah. 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 Shāhibulmāl ikut serta mengelola usaha mudhārabah dari pengawasan atau kontrol usaha agar modal investor terjaga dengan baik dari penyalahgunaan wewenang oleh mudhārib. Kebolehan Shāhibulmāl ikut mengelola aset mudhārabah ini dibolehkan oleh Hanbali, karena masalah yang dikhawatirkan mayoritas ulama (hilang kebebasan bertindak mudhārib) tidak akan terganggu jika Shāhibulmāl juga ikut mengelola.⁶⁷

Jika merujuk pada kaidah umum fiqh “*bahaya dan kerugian harus ditolak sebisa mungkin*”, (الضرر يُدْفَعُ 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 *mudhārib* awal dari *Shāhibulmāl* sedangkan nasabah perusahaan adalah *mudhārib* kedua (*mudhārib tsāni*) dimana kedua *mudhārib* dianggap sebagai dua pengelola yang bekerja sama. Hal ini dibolehkan dalam mazhab *Hanāfi* tanpa perlu izin *Shāhibulmāl*, sedangkan dalam mazhab *Māliki* dan *Hanbali* harus dengan izin *Shāhibulmāl*. Mazhab *Syāfi'i* juga membolehkan hal demikian sebagaimana adanya otoritas *Shāhibulmāl* untuk *memudhārabahān* 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 *Shāhibulmāl* dalam hal penyerahan harta pada *mudhārib* 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”,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’ :

وَالْمُسْلِمُونَ عَلَى شُرُوطِهِمْ إِلَّا شَرْطًا أَحَلَّ حَرَامًا أَوْ حَرَّمَ حَلَالًا (رَوَاهُ ابْنُ مَاجَةَ وَ أَبُو دَاوُدَ وَ التِّرْمِذِيُّ عَنْ عَمْرِو بْنِ عَوْفٍ، وَ فِي رِوَايَةِ الْبُخَارِيِّ عَنْ ابْنِ عَبَّاسٍ: الْمُسْلِمُونَ عِنْدَ 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 Mājah, Abū Dāwūd, dan at-Tirmidzi dari ‘Amru ibn ‘Auf. Sedangkan pada riwayat al-Bukhāri dari Ibnu ‘Abbās).⁷¹

Dengan demikian, dalam mekanisme sukuk *mudhārabah*, 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 *mudhārabah*

(*al-ghunm bi al-ghurm*), kecuali jika semua aset mudhārabah dikelola mudhārib dengan mekanisme ijarah *muntahiyab bi at-Tamlik*. Selanjutnya yang perlu ditingkatkan dalam mekanisme sukuk mudhārabah adalah kualitas good governance atau sistem agensi⁷² bisnis yang maksimal.

E. Kesimpulan

Berdasarkan bahasan di atas, peneliti menyimpulkan suatu kesimpulan besar bahwa sukuk mudhārabah 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 mudhārabah sangat ideal dilaksanakan pada pasar modal secara ideal karena ia sudah merupakan pasar yang matang (*mature market*), karena selama ini akad mudhārabah sulit dilaksanakan pada lembaga keuangan perbankan syariah.
2. Karena sukuk mudhārabah 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 mudhārabah lebih prospektif daripada saham biasa, karena mempunyai analisa keuangan yang jelas dari perusahaan pemeringkat efek dan dengan jangka waktu terbatas.
4. Penulis melihat bahwa sukuk mudhārabah Indonesia lebih taat asas dari pada sukuk mudhārabah luar negeri, dimana terbukti dari tingkat pemberian return yang jujur kepada investor (mencapai 26% pertahun), yang tidak dijumpai dalam sukuk mudhārabah negara manapun. Hal ini merupakan preseden baik bagi pengembangan sukuk mudhārabah di Indonesia.
5. Sukuk mudhārabah 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 mudhārabah 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 mudhārabah, Penulis menyarankan agar para calon emiten sukuk dapat menerbitkan sebagian dari nilai total emisinya dalam bentuk sukuk mudhārabah dan dilaksanakan dengan disiplin sesuai dengan ketentuan syariah Islam. Diperlukan suatu studi khusus dalam bentuk workshop guna menerbitkan sukuk mudhārabah 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 Kamāl Taufiq Hattāb, *ash-Shukūk al-Waqfiyyah wa Dauruhā fi at-Tanmiyyah*, 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; Sāmi Hasan Hāmūd, *al-Adāwat at-Tamwiyyah li asy-Syirkāt al-Musahamah*, "Instrumen Pendanaan Perusahaan Join Saham Islami", (*al-Ma'had al-Islāmi li al-Buhūts wa al-Tadrib*, 1996), hal. 74, dan: Wālid Khairullāh, *Sanadāt al-Muqāradhah* (Efek-efek Muqāradhah), (*al-Ma'had al-Islāmi li al-Buhūts 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 mudhārabah 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 'Ābidīn Muhammad Amīn ibn 'Umar ibn 'Abd al-'Azīz, *Hāsyiyah Ibnu 'Ābidīn ar-Radd al-Muhtār 'alā ad-Durr al-Mukhtār Syarh Tanwīr al-Abshār*, (Mesir: Mushthafā al-Halābi, 1386 H), jil. 5, hal. 648; Abū Bakr al-Kāsāni, *Badā'ī ash-Shanā'ī*, hal. 3602; Muhammad ibn Ahmad asy-Syarbaini al-Khathīb (w.977 H), *Mughni al-Muhtāj Syarh al-Minhāj*, (Beirut: Dār Ihyā' at-Turāts al-'Arabi, tp.th.), jil. 2, hal. 312; Abū Zakāriyya Yahyā ibn Syaraf an-Nawāwī, *Raudhah ath-Thālibīn*, (Beirut: al-Maktab al-Islāmi li ath-Thibā'ah wa an-Nasyr, 1405), jil. 5, hal. 123; Ibnu Qudāmah al-Maqdisi, *al-Mughni*, (Beirut: Dār al-Kitāb al-'Arabi, tp.th.), jil. 5, hal. 140; Syamsuddīn Abū al-Farāj 'Abdurrahmān ibn Abū 'Umar Muhammad ibn Ahmad ibn Qudāmah al-Maqdisi (w.682H), *asy-Syarh al-Kabīr 'alā Matan al-Muqni'*, (Beirut: Dār al-Kitāb al-'Arabi, tp.th.), jil. 5, hal. 116; dan, Abū 'Abdillāh Muhammad ibn 'Abdullāh ibn 'Alī (w.1101 H), *Syarh al-Khirsyi 'alā Mukhtashar Khalīl*, (Beirut: Dār Shādir, 1317 H), jil. 6, hal. 209.

¹⁸ Ahmad ibn Muhammad ibn Hajar al-Haitamiy, *Tuhfah al-Muhtāj fi Syarh al-Minhāj*, (Mekah: Dār Hirā', 1406), jil. 6, hal. 89

¹⁹ Ibnu Qudāmah al-Maqdisi, *al-Mughni*, hal. 186-187

²⁰ Abū 'Abdillāh Muhammad ibn 'Abdullāh ibn 'Alī (w.1101 H), *Syarh al-Khirsyi 'alā Mukhtashar Khalīl*, (Beirut: Dār Shādir, 1317 H), jil. 6, hal. 203

²¹ Misalnya, pada 1) Prospektus sukuk mudhārabah Aldar Properties PJSC 2007, hal. 141, 2) Prospektus sukuk musyārakah JAFZ Ltd. 2007, hal. 94, 3) Prospektus sukuk wakalah Tamweel 2008, hal. 4, 4) Prospektus sukuk mudhārabah Dana Gas Sukuk Limited UAE 2007, hal. 43, 5) Prospektus sukuk mudhārabah Qatar Alaqaria Sukuk Company Qatar Real Est. 2007, hal. 81, 6) Sukuk Mudhārabah 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 "*Lā yabill bai' wa salaf'*", (Tidak halal jual beli yang disertai syarat pinjaman). Mālik, *al-Muwattha'*, (Mesir: Dār Ihyā' al-Turāts al-'Arabi, tp.th.), jil. 2, hal. 657; Ahmad ibn Hanbal (w.241H), *Musnad Ahmad ibn Muhammad ibn Hanbal*, Muhaqqiq: Abū al-Mu'āthi an-Nūri, (Beirut: 'Ālam al-Kutub, 1993), jil. 2, hal. 174; Muhammad ibn Hibbān, *Shahih ibn Hibbān*, (Beirut: Mu'assasaḥ ar-Risālah, 1993), jilid. 10, hal. 161.

²³ Ibnu Qudāmah al-Maqdisi, *al-Mughni*, (Beirut: Dār al-Fikr, 1405), jil. 4, hal. 162

²⁴ Ibnu Qudāmah al-Maqdisi, *al-Mughni*, hal. 178-179; Muhammad ibn Ahmad ibn Rusyd al-Qurthūbi, *Bidāyah*, hal. 241, dan: Mālik ibn Anas, *al-Muwattha'*, (Mesir: Mathba'ah Mustafā al-Bābi al-Halabi, 1381H), jil. 3, hal. 359.

²⁵ Abū Bakr al-Kāsāni, *Badā'i' ash-Shānā'i'*, hal. 3631

²⁶ Ibnu Qudāmah al-Maqdisi, *al-Mughni*, hal. 178-179; Muhammad ibn Ahmad ibn Rusyd al-Qurthūbi, *Bidāyah*, hal. 241, dan: Mālik ibn Anas, *al-Muwattha'*, (Mesir: Mathba'ah Mustafā al-Bābi al-Halabi, 1381H), jil. 3, hal. 359.

²⁷ Abū Bakr al-Kāsāni, *Badā'i' ash-Shānā'i'*, hal. 3631

²⁸ Ibnu Qudāmah al-Maqdisi, *al-Mughni*, hal. 178-179; Muhammad ibn Ahmad ibn Rusyd al-Qurthūbi, *Bidāyah*, hal. 241, dan: Mālik ibn Anas, *al-Muwattha'*, (Mesir: Mathba'ah Mushthafā al-Bābi al-Halabi, 1381H), jil. 3, hal. 359.

²⁹ Abū Bakr al-Kāsāni, *Badā'i' ash-Shānā'i'*, hal. 3631

³⁰ Ibnu Qudāmah al-Maqdisi, *al-Mughni*, (Beirut: Dār al-Fikr, 1405), jil. 5, hal. 176, dalam ungkapan Ahmad [يَكُونُ حِسَابًا كَالْقَيْضِ]

³¹ Abū Muhammad 'Ali ibn Ahmad ibn Sa'īd ibn Hazm al-Andalusi (w.456H), *al-Muhallā*, (Beirut: al-Maktabah at-Tijārī), jil. 9, hal. 118.

³² Abū 'Abdillāh Muhammad ibn 'Abdullāh ibn 'Ali (w.1101 H), *Syarh al-Khirsyi 'alā Mukhtashar Khalīl*, (Beirut: Dār Shādir, 1317 H), jil. 6, hal. 203; Abū Zakaria Yahyā 'ibn Syaraf an-Nawawi, *Raudhaḥ ath-Thālibin*, (Beirut: al-Maktab al-Islāmi li ath-Thibā'ah wa an-Nasyr, 1405), jil. 5, hal. 123; Ibnu Qudāmah al-Maqdisi, *al-Mughni*, (Beirut: Dār al-Kitāb al-'Arabi, tp.th.), jil. 5, hal. 147; Abū Bakr al-Kāsāni, *Badā'i' ash-Shānā'i' fi Tartīb asy-Syarā'i'*, (Beirut: Dār Ihyā' at-Turāts al-'Arabi, 1998), jil. 8, hal. 3601; Abū 'Abdillah Muhammad 'ibn 'Abdullāh ibn 'Ali (w.1101 H), *Syarh al-Khirsyi 'alā Mukhtashar Khalīl*, (Beirut: Dār Shādir, 1317 H), jil. 6, hal. 203; dan, Abū Muhammad 'Ali ibn Ahmad ibn Sa'īd ibn Hazm al-Andalusi (w.456H), *al-Muhallā*, (Beirut: al-Maktabah at-Tijārī), jil. 9, hal. 116.

³³ Ibnu Qudāmah al-Maqdisi, *al-Mughni*, (Beirut: Dār al-Kitāb al-'Arabi, tp.th.), jil. 5, hal. 178.

³⁴ Muhammad ibn Ahmad ibn Rusyd al-Qurthūbi, *Bidāyah al-Mujtahid wa Nihāyah al-Muqtashid*, (Mesir: Mathba'ah Mustafā al-Bābi al-Halabi, 1973), jil. 2, hal. 241.

³⁵ Mālik ibn Anas, *al-Muwattha'*, (Mesir: Mathba'ah Mushthafā al-Bābi al-Halabi, 1381H), jil. 3, hal. 359

³⁶ Ibnu Qudāmah al-Maqdisi, *al-Mughni*, (Beirut: Dār al-Kitāb al-'Arabi, tp.th.), jil. 5, hal. 178-179

³⁷ Muhyiddin Abū Zakariyyā Yahya ibn Syaraf an-Nawāwi (w.676H), *al-Majmū' Syarh al-Muhadzdzab*, (Kairo: 'Isa al-Halabi, 1376 H), cet. 3, jil. 1, hal. 387.

³⁸ Abū Muhammad 'Ali ibn Ahmad ibn Sa'īd ibn Hazm al-Andalusi (w.456H), *al-Muhallā*, (Beirut: al-Maktabah at-Tijārī), jil. 9, hal. 118.

³⁹ Abū Bakr ibn Mas'ūd ibn Ahmad 'Alā' ad-Dīn al-Kāsāni al-Hanāfi (w.587H), *Badā'ī' ash-Shanā'ī' fī Tartīb asy-Syarā'ī'*, (Mesir: Zakariyyā 'Ali Yūsuf, tp.th.), jil. 8, hal. 3652

⁴⁰ Abū 'Abdillāh Muhammad ibn 'Abdullāh ibn 'Ali (w.1101 H), *Syarh al-Khirsyi 'alā Mukhtashar Khalīl*, (Beirut: Dār Shādir, 1317 H), jil. 6, hal. 223; Muhammad ibn Ahmad ibn Rusyd al-Qurthubi, *Bidāyah al-Mujtabid wa Nihāyah al-Muqtashid*, (Mesir: Mathba'ah Mustafa al-Bābi al-Halabi, 1973), jil. 2, hal. 240, dan: Abū 'Abdillāh Muhammad ibn 'Abdullāh ibn 'Ali (w.1101 H), *Syarh al-Khirsyi 'alā Mukhtashar Khalīl*, (Beirut: Dār Shādir, 1317 H), jil. 6, hal. 223

⁴¹ Muhammad ibn Ahmad al-Syarbaini al-Khathīb (w.977 H), *Mughni al-Muhtāj Syarh al-Minhāj*, (Beirut: Dār Ihyā' at-Turāts al-'Arabi, 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-Qabbh)* 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 (*takhlīyah*). 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 Abū Bakr al-Kāsāni, *Badā'ī' al-Shānā'ī' fī Tartīb al-Syarā'ī'*, (Beirut: Dār Ihyā' at-Turāts al-'Arabi, 1998), jil. 8, hal. 3652-3653

⁴⁴ Ibnu Qudāmah al-Maqdisi, *al-Mughni*, (Beirut: Dār al-Kitāb al-'Arabi, tp.th.), jil. 5, hal. 176

⁴⁵ Ahmad ibn Muhammad az-Zarqā, *Syarh al-Qawā'id al-Fiqhiyyah*, Tahqīk: Mushthafā Ahmad az-Zarqā, (Damaskus: Dār al-Qalam, 1989), hal. 227

⁴⁶ Muhammad ibn Ahmad asy-Syarbaini al-Khathīb (w.977 H), *Mughni al-Muhtāj Syarh al-Minhāj*, (Beirut: Dār Ihyā' at-Turāts al-'Arabi, tp.th.), jil. 9, hal. 308

⁴⁷ Manshūr ibn Yunus al-Buhūtiy (w.1051H), *Syarh Muntahā al-Irādāt*, (Beirut: 'Ālam 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 Persis seperti sekuritisasi konvensional (ABS) yang menjadikan piutang sebagai aset yang membackup sekuritas.

⁵⁰ Prospektus "Sukuk Mudhārabah 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 mudhārabah "Dana Gas Sukuk Limited", UAE, Tahun 2007 sejumlah USD1 milyar dengan tenor 5 tahun, prospektus tertanggal 29 Oktober 2007, hal. 10 dan: Prospektus sukuk mudhārabah "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 Pemeringkatan Moodys Investor, dari ratusan sukuk, hanya Sukuk Tamweel UAE Tahun 2007 dan Sukuk Sorouh PJSC UAE Tahun 2007 yang benar-benar menjual aset ijarah 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 Abū Bakr al-Kāsāni, *Badā'ī' ash-Shānā'ī' fi Tartīb asy-Syarā'ī'*, (Beirut: Dār Ihyā' at-Turāts al-'Arabi,1998), jil. 8, hal. 3602; Ibnu Qudāmah al-Maqdisi, *al-Mughni*, (Beirut: Dār al-Kitāb al-'Arabi, tp.th.), jil. 5, hal. 189; Muhyiddīn Abū Zakariyyā Yahya ibn Syaraf an-Nawāwi (w.676H), *al-Majmū' Syarh al-Muhadzdzab*, (Kairo: 'Isa al-Halābi, 1376 H), cet. 3, jil. 1, hal. 388, dan: Muhammad ibn Ahmad ibn Rusyd al-Qurthūbi, *Bidāyah al-Mujtahid wa Nihāyah al-Muqtashid*, (Mesir: Mathba'ah Mustafā al-Bābi al-Halābi, 1973), jil. 2, hal. 238.

⁵⁷ Abū Bakr al-Kāsāni, *Badā'ī' ash-Shānā'ī' fi Tartīb asy-Syarā'ī'*, (Beirut: Dār Ihyā' at-Turāts al-'Arabi,1998), jil. 8, hal. 3605

⁵⁸ Ketentuan berasal dari hadits Nabi saw: [كُلُّ قَرْضٍ جَرٌّ مَنْفَعَةٌ فَهُوَ رِبَا] yang artinya setiap utang yang menarik manfaat adalah riba. Meskipun hadit ini lemah tapi ia dikuatkan oleh dalil umum syariat, yaitu kesimpulan dari berbagai kasus tentang riba dan disepakati oleh para ulama. Wahbāh az-Zuhāili, *al-Fiqh al-Islāmi wa Adillatuhu*, (Beirut: Dār 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) Mālik dalam *al-Muwattha'*, (Mesir: Dār Ihyā' at-Turāts al-'Arabi, tp.th.), jil. 2, hal. 657, 2) Ahmad ibn Hanbal (w.241H), *Musnad Ahmad ibn Muhammad ibn Hanbal*, Muhaqqiq: Abū al-Mu'āthi an-Nūri, (Beirut: 'Ālam al-Kutub, 1993), jil. 2, hal. 174, dan 3)

Muhammad ibn Hibbān, *Shahib ibn Hibbān*, (Beirut: Muassasah ar-Risalah, 1993), jilid. 10, hal. 161. Ibnu Juzai secara tegas menyatakan bahwa ulama berijmak bahwa jual beli disertai dengan persyaratan pinjaman adalah haram, dan walaupun ada yang menyatakan jual belinya sah, namun syarat utang tetap batal. Sumber: Kementerian Perwakafan Kuwait, *al-Mausū'ah al-Fiqhiyyah al-Kuwaitiyyah*, (Kuwait: Kementerian Perwakafan Kuwait, 2006), jil. 10, hal. 198

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

⁶¹Abū Ishāq Ibrāhīm ibn Mūsā ibn Muhammad al-Lakhami asy-Syathibi al-Gharnathi (w.790H). *al-Muwāfaqāt fi Ushūl al-Abkām*, Tahkik: Abdullāh Darrāz, (Beirut: Dār al-Ma'rifah, tp.th.), jil. 2, hal. 337

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

⁶³Masalah 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.

⁶⁴Tambahan 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 keuangan dan perbankan Islam. www.aaofi.com

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

⁶⁶Fatwa Majma' al-Fiqh al-Islāmi tahun 1990 tentang Sanadāt al-Muqāradhaḥ butīr H.

⁶⁷Ibnu Qudāmah al-Maqdisi, *al-Mughni*, (Beirut: Dār al-Kitāb al-'Arabi, tp.th.), jil. 5, hal. 176, dan: Manshūr ibn Yunus al-Buhūtiy (w.1051H), *Syarh Muntaha al-Irādāt*, (Beirut: 'Ālam al-Kutub, 1996), jil. 2, hal. 335.

⁶⁸Ahmad ibn Muhammad az-Zarqā, *Syarh al-Qawā'id al-Fiqhiyyah*, Tahkik: Mushthafā Ahmad az-Zarqā, (Damaskus: Dār al-Qalam, 1989), hal. 18

⁶⁹Muhammad Shalāh ash-Shāri, *Musykilāh al-Istīsmār fi al-Bunūk al-Islāmiyyah*, (Jeddah: Dār al-Mujtama', 1990), hal 76

⁷⁰Ahmad ibn Muhammad az-Zarqā, *Syarh al-Qawā'id al-Fiqhiyyah*, Tahkik: Mushthafā Ahmad az-Zarqā, (Damaskus: Dār al-Qalam, 1989), hal. 207

⁷¹Zainuddīn ibn Nujaim al-Hanāfi, *al-Arybah wa an-Nazhā'ir*, (Beirut: Dār al-Kutub al-'Ilmiyyah, tp.th.), jil. 38

⁷²Teori 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 Mudhārabah Th. 2003", sejumlah 60 milyar dengan tenor 5 tahun, prospektus tertanggal 19 Mei 2003.
- 2) Prospektus Sukuk Subordinasi Mudhārabah Bank Muamalat Tahun 2008 sejumlah Rp.314 milyar dengan tenor 10 tahun, prospektus tertanggal 23 Mei 2008
- 3) Prospektus "Sukuk Mudhārabah 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 mudhārabah "Dana Gas Sukuk Limited", UAE, Tahun 2007 sejumlah USD1 milyar dengan tenor 5 tahun, prospektus tertanggal 29 October 2007.
- 2) Prospektus sukuk mudhārabah "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 Shukūk al-Istitsmār. www.aaofi.com.
- b. Semua Fatwa Majma' al-Fiqh al-Islāmi. <http://www.fiqhacademy.org.sa/>.

3. Buku

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

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.
- Buhūti (al-), Manshūr ibn Yūnus, *Syarh Muntahā' al-Īrādāt*, Beirut: 'Ālam al-Kutub, 1996.
- Ĥaitami, (al-) Ahmad ibn Muhammad ibn Hajar, *Tuhfah al-Muhtāj fi Syarh al-Minhāj*, Mekah: Dār Hirā', 1406H.
- Hishni (al-), Abū Bakr ibn Muhammad al-Husaini ad-Dimasyqiy. *Kifāyah al-Akhyār fi Hall Ghāyah al-Ikhtishār*, Beirut: Dār al-Ma'rifah, tp.th.
- Hāmūd, Sāmi Hasan, *al-Adawat at-Tamwiliyah li asy-Syirkat al-Musahamah*, al-Ma'had al-Islāmi li al-Buhūts wa al-Tadrib, 19964
- Ibn 'Ali, Abū 'Abdillāh Muhammad ibn 'Abdullāh (w.1101 H), *Syarh al-Khirsyi 'alā Mukhtashar Khalīl*, Beirut: Dār Shādir, 1317 H.
- Ibn Hanbal, Ahmad (w.241H). *Musnad Ahmad ibn Mubammad ibn Hanbal*, Tahkik: Abū al-Mu'āthi al-Nūri. Beirut: 'Ālam al-Kutub, 1993
- Ibnu 'Ābidīn. Muhammad Amīn ibn 'Umar ibn 'Abd al-'Azīz. *Hāsyiyah Ibnu 'Ābidīn ar-Radd al-Muhtār 'alā ad-Durr al-Mukhtār Syarh Tanwīr al-Abshār*, Mesir: Mushthafā al-Halabi, 1386 H), jil. 5.
- Ibnu Hazm. Abū Muhammad 'Ali ibn Ahmad ibn Sa'īd al-Andalusi (w.456H), *al-Muhallā*, Beirut: al-Maktabah at-Tijāri.
- Ibnu Nujaim, Zainuddīn al-Hanafī. *al-Asybah wa al-Nazhā'ir*. Beirut: Dār al-Kutub al-'Ilmiyah, tp.th. .
- Ibnu Qudāmah, al-Maqdisi, *al-Mughni*, Beirut: Dār al-Fikr, 1405 H.
- Kahf, Monzer. *Instruments of Meeting Budget Deficit in Islamic Economy*, Jeddah: IRTI IDB, 2004
- Kuwait, Kementrian Perwakafan. *al-Mausū'ah al-Fiqhiyah al-Kuwaitiyah*. Kuwait: Kementrian Perwakafan Kuwait, 2006.
- Kāsāni (al-), Abū Bakr ibn Mas'ūd ibn Ahmad 'Alā' ad-Dīn al-Hanafī (w.587H), *Badā'i' al-Shanā'i' fi Tartīb asy-Syarā'i'*, Mesir: Zakariyyā 'Ali Yūsuf, tp.th.

-
- Mālik ibn Anas, *al-Mudawwanah al-Kubrā*, Beirut: Dār Shādir, tp.th.
 ----- *al-Muwattha'*. Mesir: Mathba'ah Mustafā al-Bābi al-Halabi, 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.
- Nawāwi (an-), Abū Zakāriyya Yahyā ibn Syaraf, *Raudhah al-Thālibīn*, Beirut: al-Maktab al-Islāmi li al-Thibā'ah wa al-Nasyr. 1405.
- Qurthūbi (al-), Muhammad ibn Ahmad ibn Rusyd, *Bidāyah al-Mujtabid wa Nihāyah al-Muqtashid*, Mesir: Mathba'ah Mustafa al-Bābi al-Halabi, 1973.
- Raharjo, Sapto, *Panduan Investasi Obligasi*, Jakarta: Gramedia, 1997.
- Shāri (asy-), Muhammad Shalāh, *Musykilāh al-Istitsmār fī al-Bunūk al-Islāmiyyah*, Jeddah: Dār al-Mujtama'. 1997.
- Syāthibi (asy-), Abū Ishāq Ibrahim ibn Mūsā ibn Muhammad al-Lakhami al-Gharnāthi (w.790H), *al-Muwāfaqāt fī Ushūl al-Abkām*, Tahkik: 'Abdullāh Darrāz, Beirut: Dār al-Ma'rifah, tp.th.
- Syirāzi (asy-), *al-Muhadzdzab*, Beirut: Dār al-Fikr, tp.th.
- Tariq, Ali Arsalan, *Managing Financial Risks of Sukuk Structures*, Tesis Masters of Science. United Kingdom: Loughborough University, 2004.
- Zarqā (az-), Ahmad ibn Muhammad, *Syarh al-Qawā'id al-Fiqhiyah*. Tahkik: Mushthafā Ahmad az-Zarqā. Damaskus: Dār al-Qalam, 1989.

4. Makalah dan Artikel

- 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.

-
- 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
- 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

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>