

BAB 2 PASAR MODAL

2.1 PASAR MODAL SECARA UMUM

2.1.1 Pengertian Pasar Modal

Pasar modal adalah bagian dari pasar keuangan (*financial market*), dimana kegiatan pasar keuangan ini meliputi:¹⁵

1. Pasar uang (*money market*)
2. Pasar modal (*capital market*)
3. Lembaga pembiayaan lainnya seperti sewa beli (*leasing*), anjak piutang (*factoring*), modal ventura (*venture capital*), kartu kredit (*credit card*).

Sehingga pasar modal merupakan konsep yang lebih sempit atau bagian dari pasar keuangan. Pasar modal sering disebut sebagai pasar tempat dilakukannya penawaran umum atau diperdagangkannya berbagai bentuk instrumen keuangan jangka panjang, berbeda dengan pasar uang yang merupakan tempat diperdagangkannya dana jangka pendek.

Pasar modal (*capital market*) mempertemukan pemilik dana (*supplier of funds*) dengan pengguna dana (*user of funds*) untuk tujuan investasi jangka menengah (*middle-term investment*) dan jangka panjang (*long-term investment*). Pemilik dana menyerahkan sejumlah dana sedangkan penerima dana (perusahaan terbuka) menyerahkan surat bukti kepemilikan berupa efek. Pasar (*market*) adalah sarana/tempat yang mempertemukan pembeli dan penjual untuk melakukan transaksi atas suatu komoditas atau jasa. Pengertian modal (*capital*) dapat dibedakan menjadi 2 (dua), yaitu:¹⁶

1. Barang modal (*capital goods*), misalnya: tanah, bangunan/gedung, mesin.
2. Modal uang (*fund*) yang berupa *financial assets*.

Sedangkan Kamus Besar Bahasa Indonesia memberikan pengertian bahwa pasar modal adalah seluruh kegiatan yang mempertemukan penawaran dan permintaan atau merupakan aktifitas yang memperjualbelikan surat-surat berharga.

¹⁵ Nasarudin dan Surya, *op. cit.*, hlm. 13.

¹⁶ *Ibid.*, hlm. 10.

Pendapat lain menyatakan bahwa pasar modal berarti suatu pasar dimana dana-dana jangka panjang baik utang maupun modal sendiri diperdagangkan. Dana-dana jangka panjang yang merupakan utang biasanya berbentuk obligasi, sedangkan dana jangka panjang yang merupakan modal sendiri biasanya berbentuk saham.¹⁷

Abdulbasith Anwar yang mengutip pernyataan Hugh T. Patrick dan U Tun Wai membedakan pengertian pasar modal menjadi 3 (tiga), yaitu:¹⁸

1. Dalam arti luas:

”Pasar modal adalah keseluruhan sistem keuangan yang terorganisir, termasuk bank-bank komersial dan semua perantara di bidang keuangan, surat berharga/klaim panjang pendek primer dan yang tidak langsung.”

2. Dalam arti menengah:

”Pasar modal adalah semua pasar yang terorganisir dan lembaga-lembaga yang memperdagangkan warkat-warkat kredit (biasanya berjangka lebih dari satu tahun) termasuk saham, obligasi, pinjaman berjangka, hipotik, tabungan dan deposito berjangka.”

3. Dalam arti sempit:

”Pasar modal adalah tempat pasar uang terorganisir yang memperdagangkan saham dan obligasi dengan menggunakan jasa makelar dan *underwriter*.”

Dalam pasal 1 butir 13 Undang-Undang Pasar Modal tentang ketentuan umum menyatakan bahwa:

” Pasar Modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan Efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek ”

Berdasarkan beberapa pendapat diatas maka pasar modal dapat diartikan sebagai pasar tempat bertemunya pemilik dana yang akan menyerahkan sejumlah dana kepada pengguna dana untuk tujuan investasi dengan pengguna dana yang

¹⁷ Munir Fuady, *Pasar Modal Modern (Tinjauan Hukum)* Buku Kesatu, cet. II (Bandung: Citra Aditya Bakti, 2001), hlm. 10.

¹⁸ Hugh T. Patrick dan U Tun Wai, ”Stock and Bond Issues and Capital Market in Less Developed Countries”, dikutip oleh Abdulbasith Anwar, *Manajemen dan Usahawan Indonesia No. 9, Tahun XIX* (September 1990): 12.

akan memberikan surat bukti kepemilikan berupa efek kepada pemilik dana, dimana mereka akan melakukan transaksi berbagai bentuk instrumen keuangan jangka panjang. Dana-dana jangka panjang yang merupakan utang biasanya berbentuk obligasi, sedangkan dana jangka panjang yang merupakan modal sendiri biasanya berbentuk saham.

Pemilik dana, baik perorangan maupun suatu lembaga atau badan hukum menginvestasikan kelebihan dana yang dimilikinya agar lebih produktif dan lebih berkembang. Mereka mengharapkan memperoleh suatu keuntungan di masa datang (*future earning*) yang memberikan nilai tambah atas dana yang diinvestasikannya selama periode waktu tertentu dalam bentuk efek di pasar modal.

Menurut Tandelilin (2001), dalam konteks perekonomian ada beberapa motif mengapa seseorang melakukan investasi, antara lain adalah:¹⁹

- a. Untuk mendapatkan kehidupan yang lebih layak di masa yang akan datang
Kebutuhan untuk mendapatkan hidup yang layak di masa depan merupakan keinginan setiap manusia, sehingga upaya-upaya untuk mencapai hal tersebut selalu akan dilakukan.
- b. Mengurangi tekanan inflasi
Faktor inflasi tidak pernah dapat dihindari dalam kehidupan ekonomi, yang dapat dilakukan adalah meminimalisir risiko akibat adanya inflasi. Investasi dalam sebuah bisnis tentunya dapat dikategorikan sebagai langkah yang efektif .
- c. Sebagai usaha untuk menghemat pajak
Di beberapa negara banyak diberlakukan kebijakan yang bersifat mendorong tumbuhnya investasi di masyarakat melalui pemberian fasilitas perpajakan tersendiri kepada masyarakat yang melakukan investasi pada suatu usaha tertentu.

Hal ini sejalan dengan fungsi pasar modal dari segi ekonomi yang memfasilitasi berpindahannya dana dari pemilik dana yang kelebihan dana kepada penerima dana untuk diinvestasikan dengan harapan akan mendapatkan imbalan

¹⁹ Huda dan Nasution, *op. cit.*, hlm. 8-9.

atas penyertaan dana tersebut. Sedangkan dari sisi penerima atau pengguna dana, dengan tersedianya dana tersebut memungkinkan bagi perusahaan yang bersangkutan untuk mengembangkan bidang usahanya. Hal ini akan sangat membantu pengembangan usaha karena dana dari pasar modal yang berbentuk dana segar, tidak perlu waktu terlalu lama untuk mendapatkannya dibandingkan dengan dana yang berasal dari hasil produksi perusahaan. Disamping itu dana yang berasal dari pasar modal jumlahnya jauh lebih besar dibandingkan dengan dana yang berasal dari hasil produksi.

2.1.2 Instrumen Pasar Modal

Objek yang diperjualbelikan di pasar modal adalah hak kepemilikan atas suatu perusahaan (modal) dan surat pernyataan utang perusahaan dalam bentuk berbagai instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang. Yang menjadi objek transaksi dalam pasar modal, yang dalam terminologi pasar keuangan disebut efek, selain saham dan obligasi dikenal beberapa instrumen derivatif lainnya seperti: *option, warrant, right*.

Secara umum dari seluruh instrumen pasar modal yang ada, dapat dikelompokkan dalam 4 (empat) kategori, yaitu:²⁰

2.1.2.1 Instrumen Utang (Obligasi)

Bentuk efek dimana penerbitnya (*issuer*) yaitu perusahaan/lembaga/pemerintah mengeluarkan/menjual surat utang jangka panjang, dengan kewajiban membayar bunga tertentu secara periodik dan kewajiban untuk melakukan pelunasan pokok pinjaman (*principal*) pada saat jangka waktu yang telah disepakati para pihak jatuh tempo (*maturity date/due date*). Bunga dihitung secara discount (*discount rate*) ataupun secara perhitungan bunga biasa (*interest bearing*). Dalam praktek, khususnya untuk efek di pasar modal, lebih sering digunakan perhitungan bunga secara *discount rate*.

Dikenal beberapa jenis obligasi, yang dari cara pengalihannya dibedakan menjadi: obligasi atas unjuk (*bearer bond*) dan obligasi atas nama (*registered bond*)

Jenis obligasi dilihat dari segi jaminan yang diberikan, yaitu:

²⁰ Nasarudin dan Surya, *op. cit.* hlm. 182-205.

1. Obligasi dengan jaminan (*secured bond debentures*) yaitu obligasi yang diberi agunan (*collateral*) untuk pelunasan pokok pinjaman beserta bunganya. Agunan yang diberikan berupa harta kekayaan perusahaan, baik berupa tanah, gedung dan lain-lain.
2. Obligasi tanpa jaminan yaitu obligasi yang tidak didukung agunan (*unsecured bond/debenture*).
3. Obligasi dengan penanggungan utang (*guaranteed bond*).
4. Obligasi dengan jaminan hak tanggungan dan agunan aset (*mortgage and other asset backed bonds*).

Jenis obligasi berdasarkan cara penetapan dan pembayaran bunga:

1. Obligasi dengan bunga tetap yaitu obligasi yang memberikan bunga tetap untuk setiap periode tertentu dan pada waktu jatuh tempo jangka waktu yang telah ditentukan maka pokok pinjaman dibayarkan kepada pemegang obligasi.
2. Obligasi dengan bunga tidak tetap dimana bunga ditetapkan dengan cara yang berbeda-beda, ada yang dikalikan dengan indeks atau dengan tingkat suku bunga deposito, bahkan dengan tingkat suku bunga yang berlaku di luar negeri seperti LIBOR (*London Inter Bank Offer Rate*) atau SIBOR (*Singapore Inter Bank Offer Rate*).
3. Obligasi tanpa bunga (*zerro coupon*) dimana pemegang obligasi tidak mendapat pembayaran bunga dan keuntungan yang diperoleh berdasarkan selisih antara harga pembelian dengan nilai obligasi pada saat jatuh tempo (sebesar nilai pari atau nilai nominal).
4. Obligasi yang tidak terbatas jatuh temponya (*perpetual bond*) adalah jenis obligasi yang tidak mempunyai batas jatuh tempo sehingga perusahaan penerbit obligasi tidak mempunyai kewajiban untuk mengembalikan utang tersebut kecuali jika perusahaan dilikuidasi.
5. Obligasi dengan bunga mengambang (*floating rate bond*) menjanjikan untuk memberikan bunga secara mengambang, misalnya 1% di atas rata-rata tingkat suku bunga deposito berjangka pada bank pemerintah atau di atas tingkat suku bunga LIBOR atau SIBOR.

Jenis obligasi berdasarkan nilai pelunasan dimana nilai pelunasan obligasi dikaitkan dengan indeks harga tertentu, seperti klausula emas, perak, valuta asing, indeks harga konsumen, dan lain-lain.

Jenis obligasi berdasarkan konvertibilitas (*convertible bond*) dimana dalam jangka waktu tertentu pemegang obligasi diberi hak untuk menukarkan obligasi yang dimilikinya dengan saham (*common stock*) sesuai dengan syarat-syarat pinjaman.

Jenis obligasi berdasarkan penerbit yaitu obligasi pemerintah pusat, obligasi pemerintah daerah, obligasi perusahaan swasta, obligasi asing (*foreign bonds*), obligasi sampah (*junk bonds*) yaitu obligasi yang ratingnya dibawah. Obligasi berdasarkan waktu jatuh tempo dapat dikelompokkan dalam 3 (tiga) golongan yaitu: obligasi jangka pendek dengan jangka waktu kurang dari 1 tahun, obligasi jangka menengah dengan jangka waktu diatas satu tahun sampai lima tahun dan obligasi jangka panjang dengan jangka waktu lebih dari lima tahun.

2.1.2.2 Instrumen Penyertaan (Saham)

Yaitu efek yang memberikan hak kepada pemegangnya untuk ikut serta kedalam modal suatu perusahaan yakni menjadi pemegang saham dari perusahaan yang bersangkutan, berupa modal dasar, modal ditempatkan maupun modal disetor. Instrumen ini adalah instrumen yang paling populer dikalangan investor dan saham yang dikeluarkan dalam rangka pendirian perusahaan, pemenuhan modal dasar atau peningkatan modal dasar. Dimana sebagai pemegang saham, investor berhak untuk mendapatkan pembagian deviden, hadir dalam Rapat Umum Pemegang Saham dan mendapat sisa harta kekayaan perusahaan jika dilikuidasi. Selain itu juga mendapat keuntungan dari selisih harga beli dan harga jual, yaitu jika harga jual lebih tinggi dari harga beli.

Jenis saham berdasarkan cara peralihannya dikenal saham atas unjuk (*bearer stock*) yang sangat mudah dialihkan dan saham atas nama (*registered stock*) yaitu saham yang cara peralihannya harus melalui prosedur pencatatan dokumen peralihan.

Jenis saham berdasarkan hak tagihan berupa saham biasa (*common stock*) yang memposisikan pemegangnya pada posisi paling akhir dalam pembagian

deviden saham maupun dalam perolehan hak atas harta kekayaan perusahaan apabila perusahaan mengalami likuidasi, saham preferen (*preferred stock*) yang memberikan prioritas tertentu kepada pemiliknya, misalnya: hak didahulukan dalam pembagian deviden, berhak untuk menukarkan saham preferennya dengan saham biasa dan mendapat prioritas pembayaran kembali permodalan jika terjadi likuidasi perusahaan yang mengeluarkan saham dan saham istimewa (*golden share*) yang pemegangnya memiliki hak lebih dibandingkan dengan pemegang saham lainnya, terutama dalam proses penunjukan direksi perusahaan. Saham istimewa ini dikenal dengan nama saham dwiwarna karena dimiliki oleh pemerintah Indonesia dan jumlahnya hanya satu buah.

2.1.2.3 Instrumen Efek Lain

Adalah efek yang merupakan pengembangan dari efek utama (saham dan obligasi) yang telah dipasarkan terlebih dahulu, efek ini berbentuk *Indonesian Depository Receipt/IDR* yang disebut juga Sertifikat Penitipan Efek Indonesia dan Efek Beragun Aset.

Pengertian Sertifikat Penitipan Efek Indonesia menurut Peraturan Bapepam-LK Nomor: IX.A.10, yaitu:

”Efek yang memberikan hak kepada pemegangnya atas efek utama yang dititipkan secara kolektif pada bank kustodian yang telah mendapatkan persetujuan dari Bapepam-LK.”

Penawaran umum efek ini berdasarkan Peraturan Bapepam-LK Nomor: IX.A.10 harus melalui pengajuan pernyataan pendaftaran kepada Bapepam-LK dan jika penawaran umum efek utamanya berupa badan hukum Indonesia maka wajib memenuhi ketentuan penawaran umum yang berlaku untuk efek utamanya tersebut.

Efek Beragun Aset adalah efek yang disekuritisasi dimana aset tersebut dinilai dengan efek yang kemudian diperjualbelikan. Sekuriti aset adalah suatu proses dimana suatu aset dijadikan piutang atau tagihan yang kemudian ditransformasikan kedalam efek yang dijamin dengan aset tersebut. Kumpulan dari piutang atau tagihan tersebut kemudian diubah menjadi investasi yang

ditransaksikan di pasar modal. Menurut ketentuan Peraturan Bapepam-LK Nomor: IX.K.1 sebagai dasar hukum efek ini memberikan definisi bahwa:

”Efek Beragun Aset (EBA) adalah efek yang diterbitkan oleh Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset yang portofolionya terdiri dari aset keuangan berupa tagihan yang timbul dari surat berharga komersial, sewa guna usaha, perjanjian jual beli bersyarat, perjanjian pinjaman cicilan, tagihan kartu kredit, tagihan yang timbul dikemudian hari (*future receivables*), pemberian kredit termasuk kredit pemilikan rumah, atau apartemen, efek bersifat utang yang dijamin pemerintah, Sarana Peningkatan Kredit (*credit enhancement*)/Arus Kas (*cash flow*), serta aset keuangan setara dan aset keuangan lain yang berkaitan dengan aset keuangan tersebut.”

Efek Beragun Aset ada 2 (dua) macam, yaitu: Efek Beragun Aset Arus Kas Tetap adalah Efek Beragun Aset yang memberikan kepada pemegang efek penghasilan tertentu seperti layaknya pemegang efek bersifat utang dan Efek Beragun Aset Arus Kas Tidak Tetap adalah Efek Beragun Aset yang menjanjikan kepada pemegang efek penghasilan tidak tertentu seperti pemegang efek yang bersifat ekuitas.

2.1.2.4 Instrumen Efek Derivatif

Yaitu efek yang pada dasarnya merupakan kelanjutan dari efek yang telah dipasarkan terlebih dahulu yaitu *Indonesian Depository Receipt*, antara lain berupa: bukti *right*, *option*, *warrant* dan lain-lain.

Right adalah penerbitan surat hak kepada pemegang saham lama perusahaan publik untuk mendaftar lebih dulu guna mendapatkan saham biasa dari suatu emisi baru secara proporsional sebelum ditawarkan kepada masyarakat, yang hendak diterbitkan dengan harga yang telah ditetapkan sebelumnya untuk jangka waktu tertentu yang terbatas. Pemegang bukti *right* tidak memperoleh deviden karena *right* bukan bukti kepemilikan atas saham.

Option menurut Abdurrahman:²¹

”Suatu privelesia atau hak istimewa untuk membeli atau menjual, menerima atau menyerahkan harta benda yang diberikan sesuai dengan syarat-syarat yang telah disetujui dan biasanya dengan ganti rugi atau harga.”

Penjelasan Pasal 1 angka 5 Undang-Undang Pasar Modal menjelaskan bahwa opsi adalah hak yang dimiliki oleh salah satu pihak untuk membeli atau menjual kepada pihak lain atas sejumlah efek pada harga dan dalam waktu tertentu.

Dikenal 2 (dua) tipe opsi yaitu *call option* dan *put option*. *Call option* adalah opsi yang memberikan hak kepada pemegangnya untuk membeli saham dan aset keuangan yang telah ditentukan jumlah, harga dan waktunya, sedangkan *put option* adalah opsi yang memberikan hak kepada pemegangnya untuk menjual aset keuangan.

Warrant (waran/surat saham) yaitu suatu surat yang memberikan hak kepada pemegangnya untuk membeli sejumlah tertentu instrumen keuangan berupa saham pada waktu tertentu dengan harga tertentu.²²

Warant mirip dengan opsi akan tetapi waran dikeluarkan oleh perusahaan yang menerbitkan efek dimana perolehan bunga dari waran lebih rendah, tidak adanya kesempatan mendapatkan keuntungan dari selisih harga beli dengan harga jual dan menurunnya nilai *earning per share* karena saham terdilusi. Waran dalam emisi obligasi diterbitkan dengan maksud untuk menarik minat para calon pembeli obligasi.

Pasal 1 angka 5 Undang-Undang Pasar Modal menjelaskan bahwa yang dapat dikategorikan sebagai efek terdiri dari:²³

²¹ Abdurrahman, *Ensiklopedia Ekonomi Keuangan dan Perdagangan*, (Jakarta: Pradnya Paramita, 1991), hlm. 756.

²² John D. Martin, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, diterjemahkan oleh Haris Munandar (Jakarta: Rajagrafindo Persada, 1993), hlm. 295.

²³ Indonesia, *op. cit.*, ps. 1 angka 5.

1. Surat Pengakuan Utang
2. Surat Berharga Komersial
3. Saham
4. Obligasi
5. Tanda Bukti Utang
6. Unit Penyetoran Kontrak Investasi Kolektif
7. Kontrak Berjangka Atas Efek
8. Setiap Derivatif dari Efek, seperti opsi dan waran

2.1.3 Sumber Hukum dan Perkembangan Pasar Modal

Hukum pasar modal di Indonesia berkembang sejalan dengan perkembangan pasar modal itu sendiri dengan mengacu kepada kaidah hukum yang berlaku secara umum. Dalam kaidah hukum dikenal perintah, yang mau tidak mau harus dijalankan atau ditaati dan larangan, yang bersifat memaksa dan mengikat, serta kebolehan atau perkenan, yang sifatnya melengkapi.

Ketentuan-ketentuan yang berlaku di pasar modal harus menjadi acuan bagi pelaku pasar, lembaga dan pihak lain yang terlibat, dalam melakukan kegiatan di pasar modal serta dapat memberikan kepastian hukum, perlindungan hukum dan memberikan rasa keadilan. Dengan kepatuhan dari seluruh pihak terkait maka akan menciptakan integritas dan menjaga kredibilitas pasar modal itu sendiri. Latar belakang kegiatan pasar modal yang berlandaskan kepercayaan, akan terjamin dengan adanya peraturan yang mendukung kegiatan tersebut.

Sejak awal perkembangannya pasar modal telah beiringan dengan hukum pasar modal itu sendiri, yang dimulai dengan dikeluarkannya peraturan mengenai pemberian izin kepada para pialang saham pada tahun 1285 M, yaitu peraturan dari Raja Edward I. Selanjutnya di Eropa pada tahun 1825 diundangkan *Bubble Act*, *The Company Act* pada tahun 1844 yang diperbaiki dengan *The Companies Act* tahun 1867 dan pada tahun 1890 diundangkan *Directors Liability Act*. Pada tahun 1939 diundangkan ketentuan yang mengatur aspek-aspek pasar modal yaitu *The Prevention of Fraud (Investment) Act*, tetapi kemudian diganti dengan

Undang-undang Tahun 1958 yang mensyaratkan registrasi terhadap *Securities Dealer*.²⁴

Ketentuan hukum yang ada di Amerika Serikat dimulai dengan ketentuan pada tingkat negara bagian Kansas pada tahun 1911 yang mengatur tentang *Licensing System*, yang antara lain mensyaratkan registrasi terhadap *Securities* dan *Securities Salesmen*. Undang-undang ini dikenal sebagai “Undang-undang Langit Biru” (*Blue Sky Law*), untuk istilah bagi undang-undang yang dikeluarkan oleh negara bagian. Tanggal 2 Juli 1934, kongres federal USA membentuk *Securities Exchange Commission*, badan nasional yang mengurus pasar modal, berdasarkan ketentuan *The Securities Exchange Act* 1934. Yang diikuti dengan lahirnya ketentuan lain yang mengatur para pelaku dan lembaga terkait di pasar modal, antara lain *Trust Indenture Act* (1934), *Public Utility Holding Act* (1935), *Investment Company Act* (1940) dan *Investment Advisor Act* (1940).

Perkembangan pasar modal di Indonesia sendiri dapat dibagi dalam 2 (dua) periode besar, yaitu:

2.1.3.1 Sebelum Kemerdekaan

Terbentuknya perusahaan *Dunlop & Koff* yang kemudian menjadi PT. Perdanas yaitu perusahaan yang mempunyai kegiatan sebagai pedagang perantara di bidang perdagangan komoditi dan sekuritas pada tahun 1878, merupakan cikal bakal lahirnya kegiatan pasar modal Indonesia. Sedangkan sebelum tahun 1878, sejauh ini tidak ada catatan lengkap tentang transaksi dalam kegiatan pasar modal Indonesia.²⁵

Lahirnya kegiatan pasar modal di Indonesia secara resmi diawali dengan didirikannya cabang *Amsterdamse Effectenbureurs* di Jakarta pada tanggal 14 Desember 1912 dimana yang diperdagangkan terbatas pada saham dan obligasi perkebunan di Indonesia dengan tujuan untuk memakmurkan sektor perkebunan. Kegiatan bursa diselenggarakan oleh *Verniging Voor de Effectenhandel* sebagai

²⁴ Fuady, *op. cit.*, hlm. 14-16.

²⁵ *Ibid*, hlm. 20-21.

bursa tertua keempat di Asia setelah Hongkong (1817), Mumbai (1830) dan Tokyo (1878).²⁶

Jual beli di pasar modal yang diperantarai oleh para anggota bursa selaku pedagang perantara perdagangan efek di Jakarta pada awalnya terdiri dari:²⁷

1. *Fa. Dunlop & Kolf*
2. *Fa. Gijselman & Streup*,
3. *Fa. Monod & Co.*,
4. *Fa. Adree Witansi & Co.*, dan
5. *Fa. A. W. Deeleman*.

Di Surabaya yang dibuka pada Tanggal 11 Januari 1925 terdiri dari:

1. *Fa. Dunlop & Kolf*,
2. *Fa. Gijselman & Streup*,
3. *Fa. A. Van Velsen*,
4. *Fa. Beaukkerk & Co*,
5. *P.O Loonen*, dan
6. *N. Koseten*.

Dan di Semarang yang dibuka pada Tanggal 1 Agustus 1925, dengan anggota bursa:

1. *Fa. Dunlop & Kolf*,
2. *Fa. Gijselman & Streup*,
3. *Fa. Monod & Co*, dan
4. *Fa. PH Soeters & Co*.

Pada awal Tahun 1939 sejalan dengan keadaan politik di Eropa dan meluasnya kekuasaan Adolf Hitler membuat Pemerintah Hindia Belanda mengambil keputusan untuk memusatkan kegiatan bursa di Jakarta. Akhirnya karena pecahnya Perang Dunia ke-II, pada Tanggal 10 Mei 1940, Bursa Efek Jakarta ditutup, setelah sebelumnya Bursa Efek Surabaya dan Bursa Efek

²⁶ I Putu Gede Ary Suta, *Menuju Pasar Modal Modern*, cet. I, (Jakarta: Yayasan Sad Satria Bhakti, 2000), hlm. 59.

²⁷ Yulfasni, *Hukum Pasar Modal*, cet. 1, (Jakarta: Iblam, 2005), hlm. 16, Lihat juga, *ibid.*, hlm. 4.

Semarang juga tutup. Padahal saat itu di Jakarta terdapat lebih dari 250 jenis saham dengan nilai 1,4 miliar gulden.²⁸

2.1.3.2 Sesudah Kemerdekaan

Indonesia sebagai negara yang memproklamkan kemerdekaannya pada tanggal 17 Agustus 1945 dan disambung dengan terjadinya revolusi fisik, memposisikan Indonesia sebagai negara yang sangat membutuhkan dana yang tidak sedikit untuk menjalankan pemerintahannya termasuk untuk membiayai pembangunan yang akan dilaksanakan. Sejalan dengan diterbitkannya obligasi pertama oleh Pemerintah pada Tanggal 1 September 1951, maka Pemerintah mengeluarkan Undang-Undang Darurat Nomor 13 Tahun 1951 Tentang Bursa, yang kemudian ditetapkan sebagai Undang-Undang Nomor 15 Tahun 1952 Tentang Bursa. Undang-Undang ini hanya dilengkapi dengan Keputusan Menteri Keuangan Nomor 1548/KMK.013/1990 Tentang Pasar Modal. Kondisi ini tentu saja tidak dapat memenuhi kebutuhan para pelaku pasar modal terhadap regulasi yang akan mendukung kegiatan mereka di pasar modal.

Undang-Undang ini masih digunakan sebagai dasar hukum kegiatan pasar modal hingga akhir tahun 1995 walaupun sebenarnya Undang-undang ini sudah tidak layak digunakan karena sudah tidak sesuai lagi dengan perkembangan pasar modal saat itu. Satu-satunya Keputusan Menteri Keuangan yang dikeluarkan saat itu yaitu Keputusan Menteri Keuangan No. 1548/KMK.013/1990 Tentang Pasar Modal, sebagaimana telah diubah terakhir dengan Keputusan Menteri Keuangan Nomor: 284/KMK.010/1995, kemudian dicabut berdasarkan Keputusan Menteri Keuangan Nomor : 645/KMK.010/1995.²⁹

Berdasarkan peraturan tersebut dan keputusan rapat umum Perserikatan Perdagangan Uang dan Efek (PPUE), maka pada Tanggal 3 Juni 1952, Bursa Efek Jakarta secara resmi kembali dibuka oleh Menteri Keuangan Sumitro Djojohadikusumo, dengan tujuan agar dana para investor tidak lari keluar negeri. Perdagangannya sendiri baru dilaksanakan pada Tanggal 4 Juni 1952, yang

²⁸ *Ibid.*, hlm. 5.

²⁹ Nasarudin dan Surya, *op. Cit*, hlm. 43.

berlokasi di Gedung *De Javasche Bank* (Bank Indonesia, Jakarta Kota) dan berdasarkan Keputusan Menteri Keuangan Nomor 289737/UU operasionalnya dilakukan oleh PPUE.³⁰ Pembentukan Undang-Undang ini diikuti dengan dikeluarkannya beberapa peraturan pelaksana oleh PPUE dalam kurun waktu tahun 1953-1957, agar penyelenggaraan dan aktifitas perdagangan pasar modal dapat berjalan dengan baik.

Daftar Kurs Resmi dikeluarkan untuk pertama kalinya pada tanggal 24 Februari 1953 dan tahun 1954 dilakukan penerbitan saham dan pinjaman dalam bentuk obligasi. Akan tetapi masa kebangkitan ini banyak mengalami hambatan sehingga pada awal tahun 1958 perdagangan efek menjadi lesu. Kondisi ini diperparah dengan terjadinya sengketa Irian Jaya pada tahun 1962 dan tingginya tingkat inflasi menjelang berakhirnya pemerintahan orde lama.

Pemerintahan Orde Baru yang mencanangkan pembangunan ekonomi secara sistimatis dengan program repelitanya membuat perekonomian mulai terlihat perkembangannya. Untuk menekan tingkat inflasi yang tinggi pemerintah membuat rencana untuk mengaktifkan kembali pasar modal dengan beberapa persiapan:³¹

- a. Membentuk Badan Pembina Pasar Uang dan Modal (BAPEPUM) pada tahun 1972
- b. Menugaskan tim kecil berupa gugus tugas (*task force*) yang membuat dan mengkaji konsep Peraturan Pemerintah, Keppres dan peraturan lain yang diperlukan, sehingga pada tanggal 28 Desember 1976 dikeluarkan seperangkat peraturan yang diperlukan untuk mendukung bangkitnya kembali kegiatan pasar modal.
- c. Dikeluarkan beberapa keputusan Menteri Keuangan yang mengatur lebih rinci dan lebih operasional tentang pelaksanaan Bursa Efek

Awal diaktifkannya kembali pasar modal mengacu kepada Keputusan Presiden Nomor: 52 Tahun 1976 dan Peraturan Pemerintah Nomor: 25 Tahun

³⁰ *Ibid.*, hlm 67.

³¹ *Ibid.*, hlm 69.

1976 tentang pendirian perusahaan perseroan PT. Dana Reksa dengan tujuan untuk menghimpun dana masyarakat.

Usaha-usaha yang dilakukan pemerintah untuk mengaktifkan kembali pasar modal belum menampakkan hasil yang memuaskan. Hal ini terlihat dari belum berjalannya kembali pasar modal hingga pertengahan tahun 1977. Pada tanggal 10 Agustus 1977 diresmikan pasar modal di masa Orde Baru oleh Presiden Soeharto dan pada tahun itu juga perusahaan perseroan PT. Semen Cibinong *go public*, yang merupakan perusahaan pertama di Indonesia yang *go public*.

Pada awalnya unsur yang menonjol dalam kegiatan pasar modal dimasa orde baru adalah asas pemerataan kepemilikan saham kepada masyarakat luas, sehingga saham dari suatu perusahaan tidak hanya dimiliki oleh keluarga tertentu atau sekelompok orang tertentu. Masyarakat umum diharapkan dapat ikut aktif melakukan investasi di bursa saham sehingga kemakmuran yang dicapai sebagai hasil pembangunan dapat dinikmati secara lebih merata.

Ketika pasar modal mulai diaktifkan kembali di pertengahan tahun 1977, pasar modal belum mempunyai landasan hukum yang kuat yang mendukung kegiatan pasar modal karena masih digunakan ketentuan lama yaitu Undang-Undang Nomor: 15 Tahun 1952 Tentang Bursa. Undang-undang ini masih berlaku hingga akhir tahun 1995 dan menjadi dasar seluruh aspek legal yang berkaitan dengan penyelenggaraan pasar modal walaupun sebenarnya Undang-undang ini sudah tidak layak untuk digunakan karena sudah tidak sesuai dengan perkembangan pasar modal saat itu.

Disatu sisi laju perkembangan pasar modal berkembang dengan pesat dan dituntut untuk dapat bersaing dengan negara-negara lainnya, sebaliknya disisi lain kebutuhan akan perangkat hukum yang mendukung kegiatan pasar modal memerlukan penyempurnaan. Sementara itu perkembangan dan kemajuan kegiatan pasar modal sangat ditentukan oleh adanya kepastian hukum bagi para pelakunya, terutama bagi para investor. Investor, khususnya investor internasional menaruh perhatian yang sangat besar terhadap aturan hukum (*Rule of Law*) disamping adanya aspek keterbukaan.

Setidaknya ada beberapa kendala yang menghambat perkembangan pasar modal Indonesia saat itu, antara lain:³²

1. Persyaratan perolehan laba minimal bagi perusahaan yang ingin *go public*, sebesar 10% dari modal sendiri dan laba ini harus diperoleh selama dua tahun.
2. Investor asing tidak diberi kesempatan untuk memiliki saham perusahaan di pasar modal Indonesia, sehingga jumlah investor, volume transaksi dan nilai transaksi tidak berkembang.
3. Adanya batas maksimal fluktuasi harga saham yaitu sebesar 4% dari harga awal perdagangan hari yang bersangkutan, sehingga harga yang terbentuk bukan karena mekanisme pasar, akan tetapi karena adanya batas pagu. Sementara itu disisi lain justru dinamika bursa saham dunia yang begitu tajam dan cepat, yang menarik minat investor.
4. Adanya perbedaan pengenaan pajak penghasilan dari bunga deposito dan dividen, sehingga investasi dalam bentuk deposito jauh lebih menarik.
5. Perusahaan belum diberi kesempatan untuk mencatatkan seluruh saham yang ditempatkan dan disetor penuh di bursa.

Untuk mengurangi kendala yang ada pada periode sebelumnya dan sejalan dengan perkembangan ekonomi serta semakin besarnya kebutuhan dana yang diperlukan untuk menggerakkan perekonomian negara, maka pada tahun 1987 Pemerintah mengeluarkan beberapa kebijakan yang bertujuan untuk menyediakan kemudahan-kemudahan bagi para investor.

Kebijakan yang dikeluarkan Pemerintah berupa deregulasi dibidang pasar modal yaitu: Paket Desember 1987 atau Pakdes, Paket Oktober 1988 atau Pakto, Paket Desember 1988 atau Pakdes II dan ketentuan lainnya yang membuka peluang bagi para investor, termasuk juga investor asing untuk ikut serta dalam kegiatan pasar modal di Indonesia dengan pemberian izin pembelian saham oleh investor asing di pasar modal. Kebijakan lainnya yang dilakukan pemerintah yaitu berupa penghapusan pembatasan fluktuasi harga sebesar 4% (empat persen) per hari pada hal sebelumnya jika terjadi fluktuasi harga diluar harga pasar wajar maka pasar langsung di *cut* oleh pemerintah. Akan tetapi pembatasan tetap di

³² *Ibid.*, hlm 70-71.

berlaku jika terjadi kecurigaan terhadap fluktuasi harga yang diindikasikan dilakukan oleh pihak-pihak tertentu.³³

Hal inilah yang menyebabkan kegiatan pasar modal meningkat tajam dan terjadi perkembangan yang cukup pesat dan sebanyak 37 (tiga puluh tujuh) perusahaan *go public*. Bahkan terjadi swastanisasi bursa berdasarkan Keputusan Presiden Nomor: 53 Tahun 1990 dan Keputusan Menteri Keuangan Nomor: 1548/KMK.013/1990 tentang Pemberian Izin Pengelolaan Bursa kepada pihak swasta.

Untuk mengimbangi gerak laju pasar modal yang semakin memperlihatkan peran pentingnya, Bapepam-LK melakukan regulasi dibidang pasar modal. Pada tanggal 2 Oktober 1995, DPR menyetujui Rancangan Undang-Undang Tentang Pasar Modal dan disahkan sebagai Undang-Undang oleh Presiden Soeharto pada tanggal 10 November 1995 dan lahirnya Undang-Undang Pasar Modal mencerminkan situasi pasar modal yang telah tertata lebih baik lagi. Undang-Undang Pasar Modal yang berlaku efektif sejak tanggal 1 Januari 1996 merupakan tonggak baru dalam perjalanan industri pasar modal di Indonesia karena Undang-Undang Pasar Modal merupakan produk hukum modern yang dapat mengakomodir kebutuhan perkembangan pasar modal modern.³⁴

Di era globalisasi ini, pasar modal Indonesia harus bisa membuka diri terhadap perkembangan pasar modal internasional dan melakukan pembenahan diri agar standar regulasi yang ada sesuai dengan praktek kegiatan pasar modal internasional. Oleh karena itu Bapepam-LK harus menyediakan perangkat regulasi yang berstandar internasional yang dituangkan dalam berbagai bentuk peraturan perundang-undangan, termasuk didalamnya undang-undang yang menjadi acuan bagi peraturan pelaksanaan lainnya yang berkaitan dengan kegiatan pasar modal yaitu Undang-Undang Pasar Modal. Produk hukum ini mengacu kepada ketentuan standar praktek kegiatan pasar modal internasional.

Berpegang pada ketentuan undang-undang baru yang lebih tegas dan lebih detail dari ketentuan sebelumnya, diharapkan tercipta pasar modal yang teratur,

³³ Indra Surya, "*Sejarah dan Organisasi Pasar Modal*" (disampaikan pada pemberian materi kuliah Hukum Pasar Modal, Depok, 19 Februari 2007).

³⁴ Ary Suta, *op.cit.*, hlm. 60.

wajar dan efisien. Juga diharapkan dapat memberikan kepastian hukum bagi semua pihak yang terlibat dalam kegiatan pasar modal dan tetap menitikberatkan pada memberikan perlindungan bagi para investor (*investor protection*).

Perlindungan bagi investor menjadi dasar dikeluarkannya semua peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal, bahkan Undang-Undang Pasar Modal memberikan porsi perlindungan yang lebih besar bagi para investor. Tujuan ini akan secara nyata terlihat dari penerapan dan penegakkan peraturan perundang-undangan dalam praktek kegiatan pasar modal.

Undang-Undang Pasar Modal terdiri dari 18 bab dan 116 pasal yang mengatur hal-hal penting dalam kegiatan pasar modal, antara lain perihal otoritas pasar modal, lembaga dan profesi penunjang, kegiatan pasar modal, kejahatan dan pelanggaran di bidang pasar modal serta sanksi yang dikenakan. Secara sistematis didalam Undang-Undang Pasar Modal diatur hal-hal sebagai berikut:

- Bab I : Ketentuan Umum
- Bab II : Badan Pengawas Pasar Modal
- Bab III : Bursa Efek, Lembaga Kliring dan Penjaminan, serta Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian
- Bab IV : Reksadana
- Bab V : Perusahaan Efek, Wakil Perusahaan Efek dan Penasihat Investasi
- Bab VI : Lembaga Penunjang Pasar Modal
- Bab VII : Penyelesaian Transaksi Bursa dan Penitipan Kolektif
- Bab VIII : Profesi Penunjang Pasar Modal
- Bab IX : Emiten dan Perusahaan Publik
- Bab X : Pelaporan dan Keterbukaan Informasi
- Bab XI : Penipuan, Manipulasi Pasar, dan Perdagangan Orang Dalam
- Bab XII : Pemeriksaan
- Bab XIII : Penyidikan
- Bab XIV : Sanksi Administratif
- Bab XV : Ketentuan Pidana
- Bab XVI : Ketentuan Lain-lain
- Bab XVII : Ketentuan Peralihan
- Bab XVIII : Ketentuan Penutup

Undang-Undang ini dilengkapi dengan 2 (dua) Peraturan Pemerintah yaitu Peraturan Pemerintah Nomor: 45 Tahun 1995 Tentang Penyelenggaraan Kegiatan di Bidang Pasar Modal yang telah diubah dengan Peraturan Pemerintah Nomor:12 Tahun 2004 dan Peraturan Pemerintah Nomor: 46 Tahun 1995 Tentang Pemeriksaan di Bidang Pasar Modal, dan kemudian dikeluarkan juga beberapa Keputusan Menteri Keuangan, yaitu antara lain:³⁵

1. Keputusan Menteri Keuangan Nomor: 645/KMK.010/1995 tentang Pencabutan Keputusan Menteri Keuangan Nomor: 1548/KMK.013/1990 tentang Pasar Modal.
2. Keputusan Menteri Keuangan Nomor: 646/KMK.010/1995 tentang Pemilikan Saham atau Unit Penyertaan Reksadana oleh Pemodal Asing.
3. Keputusan Menteri Keuangan Nomor: 647/KMK.010/1995 tentang Pemilikan Saham Efek oleh Pemodal Asing, dengan batas maksimal 85% dari modal disetor.
4. Keputusan Menteri Keuangan Nomor: 455/KMK.01/1997 tentang Pembelian Saham oleh Pemodal Asing melalui Pasar Modal.
5. Keputusan Menteri Keuangan Nomor: 179/KMK/010/2003 tentang Permodalan Perusahaan Efek.

Undang-undang dan Keputusan Menteri tersebut diatas masih dilengkapi lagi dengan petunjuk teknis pelaksanaannya berupa peraturan Bapepam-LK yang hingga saat ini jumlahnya kurang lebih sebanyak 172 buah peraturan.

Lahirnya Undang-Undang Pasar Modal yang merupakan produk hukum tertinggi di bidang pasar modal dilandasi karena produk hukum yang ada sudah tidak sesuai lagi dengan perkembangan pasar modal saat itu. Selain itu karena dipicu oleh terjadinya peningkatan kegiatan pasar modal di era 90-an, dimana pasar modal menjadi primadona dalam berinvestasi.

Undang-Undang Pasar Modal memberikan kewenangan yang lebih besar kepada Bapepam-LK sebagai otoritas pasar modal untuk melaksanakan tugas pengawasan, pembinaan dan penegakkan hukum. Bapepam-LK juga diberi kewenangan untuk melakukan penyelidikan, pemeriksaan dan penyidikan atas pelanggaran yang dilakukan oleh para pelaku pasar modal dan pihak terkait,

³⁵ Nasarudin dan Surya, *op.cit.*, hlm. 43.

termasuk didalamnya kewenangan untuk memberikan sanksi kepada pelaku pasar modal yang melakukan pelanggaran. Sanksi yang diberikan dapat berupa sanksi administratif sebagaimana diatur didalam Bab XIV Undang-Undang Pasar Modal, sanksi perdata yang diatur didalam Bab XVI Undang-Undang Pasar Modal, maupun sanksi pidana yang diatur didalam Bab XV Undang-Undang Pasar Modal.

Selain itu juga dibentuk lembaga-lembaga baru dengan tujuan untuk mendukung agar kegiatan pasar modal semakin kondusif, antara lain: Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI), Kliring dan Penjaminan Efek Indonesia (KPEI), Reksa Dana dan Manajer Investasi. Kebijakan-kebijakan yang telah dikeluarkan Pemerintah dimaksudkan untuk menambah kepercayaan para investor dan perusahaan pencari dana untuk aktif di pasar modal.

Walaupun telah banyak usaha pemerintah untuk memajukan pasar modal, akan tetapi usaha pemerintah ini belum menampakkan hasil seperti yang diharapkan. Pada tahun 1997 Indonesia juga ikut merasakan dampak krisis moneter global yang mempengaruhi kondisi perekonomian negara. Tepatnya pada minggu terakhir bulan Oktober 1997, harga-harga saham pasar modal utama dunia turun drastis. Penurunan harga saham tersebut berawal di Hongkong, yang berlanjut ke Jepang, kemudian ke Eropa dan terakhir di Amerika Serikat.³⁶

Selama tahun 1998 disaat kondisi dan situasi politik negara tak menentu, pasar modal Indonesia juga diramaikan oleh berbagai berita politik yang mempengaruhi kegiatan pasar modal, disamping juga masih timbulnya pengaruh lebih lanjut dari krisis ekonomi global yang terjadi pada tahun sebelumnya. Akibatnya di tahun 1998 Indonesia mengalami krisis ekonomi yang cukup berat, ditandai dengan menurunnya pertumbuhan ekonomi nasional menjadi -13,68% (minus tiga belas koma enam puluh delapan persen), dibandingkan dengan tahun sebelumnya 4,8% (empat koma delapan persen). Rata-rata nilai perdagangan Bursa Efek Jakarta turun sebesar 17,5% (tujuh belas koma lima persen) per hari, dari Rp 489,4 milyar (empat ratus delapan puluh sembilan milyar empat ratus juta rupiah)

³⁶ Muhammad Firdaus NH, et al, ed., "Sistem Kerja Pasar Modal Syariah" dalam *Briefcase Book-Edukasi Profesional Syariah*, cet. I (Jakarta: Renaisan, 2005), hlm. 14.

pada tahun 1997 menjadi Rp 403,6 milyar (empat ratus tiga milyar enam ratus juta rupiah) pada tahun 1998.³⁷

Walaupun pasar modal Indonesia ikut terkena dampak krisis ekonomi global pada tahun 1997, namun pada awal tahun 2000 terlihat titik terang dan emiten baru mulai banyak bermunculan. Agar musibah yang terjadi sebelumnya tidak terulang lagi, pemerintah harus bisa membangun perekonomian yang kuat. Dalam Cetak Biru Pasar Modal Indonesia 2005-2009, pemerintah telah mencanangkan program pengembangan pasar modal yang lebih baik lagi.

Berangkat dari pasang surutnya pasar modal pada periode sebelumnya dan pentingnya pasar modal sebagai sumber dana segar jangka panjang maka optimalisasi pasar modal harus menjadi perhatian serius pemerintah. Dengan dana segar yang tersedia maka pembangunan nasional dapat berjalan lancar sehingga akan terbentuk stabilitas ekonomi, yang akan mempengaruhi kestabilan bidang lainnya. Hal inilah yang mendorong lahirnya alternatif sistem yang berbeda dengan sistem ekonomi konvensional yang secara nyata tidak dapat bertahan terhadap gelombang krisis ekonomi global.

2.2 PASAR MODAL SYARIAH

2.2.1 Kegiatan Ekonomi dan Pasar Modal Dalam Pandangan Islam

Islam adalah agama yang sempurna mengatur segala aspek kehidupan baik yang bersifat material maupun nonmaterial. Demikian juga dalam kehidupan perekonomian umatnya, telah diatur sistem dan konsep ekonomi sebagai panduan dalam menjalankan kegiatan perekonomian termasuk didalamnya kegiatan pasar modal.

Ekonomi syariah atau ekonomi Islam adalah sistem ekonomi yang menggunakan nilai-nilai Islam dimana tujuannya adalah untuk mencapai kesejahteraan dunia dan akhirat. Pada dasarnya kegiatan ekonomi Islam adalah kegiatan *muamalah* yang menyangkut hubungan antara manusia dengan manusia. Kata ini menggambarkan aktivitas yang dilakukan oleh seseorang dengan orang lain atau dengan beberapa orang dalam memenuhi kebutuhan masing-masing.

³⁷ Badan Pengembangan Pasar Modal, *Laporan Tahunan 1998*.

Menurut ajaran *muamalah* dalam pemenuhan kebutuhan masing-masing harus sesuai dengan prinsip-prinsip yang terkandung didalam Al-Qur'an dan Hadits. Dan hal yang esensial dalam *bermuamalah* adalah asas manfaat. Para pihak yang terlibat dalam kegiatan *bermuamalah*, masing-masing harus memperoleh manfaat sesuai dengan porsinya. Selain itu manfaat juga harus dapat dirasakan oleh masyarakat pada umumnya

Ekonomi Islam sesungguhnya merupakan konsekwensi logis dari kesempurnaan Islam itu sendiri. Islam menuntut kepada umatnya untuk mewujudkan keislamannya dalam seluruh aspek kehidupannya. Sangatlah tidak masuk akal seorang muslim yang mengakui Islam sebagai agamanya, lalu dalam melakukan kegiatan di pasar modal ia menyimpang dari ajaran Islam.

Kesadaran umat Islam Indonesia terhadap ajaran agamanya menjadi dasar lahirnya sistem ekonomi Islam yang didasari oleh prinsip-prinsip syariah. Jumlah mayoritas penduduk Indonesia yang beragama Islam, juga menjadi pemicu diterapkannya sistem syariah dalam kegiatan ekonomi termasuk dalam kegiatan pasar modal. Selain itu sistem pasar modal konvensional yang kegiatannya bersifat spekulatif, mengandung unsur perjudian dan sarat dengan transaksi *riba*, serta seringnya terjadi skandal keuangan didalamnya, menyebabkan mereka berusaha mencari alternatif sistem ekonomi yang berbeda.

Ekonomi Islam yang mempunyai perbedaan yang signifikan dibandingkan dengan sistem ekonomi konvensional. Sebagai landasan ekonomi Islam digunakan hukum Islam yang merupakan bidang ilmu sosial yang mempelajari masalah-masalah ekonomi masyarakat yang didasari oleh nilai-nilai Islam. Ekonomi Islam adalah ekonomi Ilahiah karena tujuannya mencari *ridha* Allah Swt dengan cara-cara yang tidak bertentangan dengan syariah-Nya.

Kemerosotan dan kegagalan sistem ekonomi konvensional mendorong kaum intelektual muslim untuk mengkaji dan menggali kembali prinsip-prinsip dan konsep perekonomian islami, yang lebih menekankan keadilan bagi semua pihak. Hal ini dilakukan dengan tujuan agar dapat mengantisipasi dan menyelesaikan permasalahan yang sering dijumpai dalam sistem perekonomian kapitalis.

Permasalahan yang muncul pada sistem ekonomi kapitalis disebabkan oleh beberapa hal sebagai berikut:³⁸

1. Dominasi dan penguasaan dari para pemilik modal besar dalam kegiatan pasar modal yang menimbulkan *kemudharatan* bagi pelaku pasar modal yang hanya memiliki modal kecil.
2. *Muamalat* berdasarkan *riba* karena sebagian besar bentuk transaksi yang dilakukan berbasis bunga tetap dan syarat-syarat yang merugikan pihak yang lemah.
3. Isu tidak mendasar dengan tujuan untuk menciptakan kekacauan bagi para pelaku pasar modal oleh sekelompok pelaku pasar bermodal besar, yang direncanakan dan terorganisir dengan rapih dengan maksud untuk mencapai tujuan politik tertentu.
4. Perjudian dengan dasar *gharar*, kebohongan dan penipuan.
5. Campur tangan lembaga keuangan dan moneter internasional yang dikuasai oleh kaum kapitalis.
6. Pinjaman oleh perusahaan dan lembaga keuangan yang berdasarkan bunga, sangat memberatkan bagi peminjam saat jatuh tempo pembayaran pinjaman. Islam telah mengharamkan pinjaman dengan bunga karena bunga merupakan salah satu penyebab utama krisis dan kehancuran ekonomi.
7. Berlebih-lebihan dan boros merupakan perbuatan *mubazir*, yang diperparah jika harta tersebut berasal dari pinjaman berbasis bunga. Alih-alih mengharapkan pertumbuhan ekonomi yang hakiki, malah menjadi pemicu munculnya krisis di pasar modal.

Salah satu aspek ekonomi yang sangat penting ialah masalah harta. Hukum Islam pada dasarnya dalam mengatur masalah harta berhubungan dengan tiga hal penting. Pertama perlu diperhatikan bagaimana harta tersebut diperoleh yang berhubungan dengan masalah kepemilikan (*al-milkiyah*), kedua asas mengenai pengelolaan kepemilikan harta (*tasharruf fil milkiyah*) dan yang ketiga asas pendistribusian kekayaan ditengah masyarakat (*tauzi'ul tsarwah bayna an-*

³⁸ As-Syahatah dan Fayyadh, *op. cit.*, hlm. 106-114.

naas).³⁹ Kegiatan ekonomi Islam harus sejalan dengan hukum Islam karena ekonomi Islam adalah ekonomi yang dijiwai oleh nilai-nilai Islam yang bersumber dari hukum Islam itu sendiri. Sumber hukum Islam adalah Al Qur'an, Hadits dan *Ijtihad* para ulama.

Dalam Islam, harta merupakan amanat dari Allah Swt yang harus dijaga dan dipertanggung jawabkan diakhirat kelak sesuai dengan salah satu tujuan syariah (*maqashid syariah*). Esensinya pemilik bumi dan alam semesta adalah Allah Swt dan manusia hanya diberi amanah oleh Allah Swt untuk mengelolanya dan memanfaatkannya, Dalam hal mengelola ataupun untuk memanfaatkan harta milik Allah Swt, kedudukan manusia hanya sebagai penerima amanah dari Allah Swt dan untuk memanfaatkannya harus sesuai dengan ketentuan Islam. Terkait dengan hak terhadap harta dapat dijelaskan sebagai berikut:⁴⁰

1. Harta Pribadi, harta ini tidak boleh diambil oleh orang lain melainkan dengan kerelaan hati dari pemiliknya.
2. Harta Milik Allah Swt, harta pada dasarnya milik Allah Swt (hakiki kepemilikan), manusia hanya diberi kesempatan memilikinya sementara yaitu untuk mengambil manfaatnya (derivatif dari kepemilikan Allah Swt).
3. Harta Milik Bersama, konsekuensi harta ini adalah didahulukannya kepentingan bersama daripada kepentingan pribadi dan ketika terjadi bentrokan diberikan kompensasi yang adil kepada pemilik harta tersebut.

Dalam paparan sebelumnya tergambar adanya perbedaan prinsip umum kepemilikan dalam Islam yang berbeda dengan sistem lainnya. Prinsip umum kepemilikan dalam sistem kapitalis adalah kepemilikan swasta dan dalam sistem sosialis yang berlaku adalah sistem kepemilikan negara, sedangkan dalam Islam mengenal sistem kepemilikan yang multijenis. Islam mengakui sistem kepemilikan perorangan/swasta, sistem kepemilikan negara dan sistem kepemilikan campuran.

Islam mengakui kepemilikan perorangan untuk memberikan gambaran bahwa suatu harta tidak dapat diambil begitu saja tanpa izin dari pemiliknya.

³⁹ Al-Jawi, Muhammad Shiddiq. *Asas-Asas Sistem Ekonomi Islam*, 1 September 2005, www.khalifah1924.org

⁴⁰ Huda dan Nasution, *op. cit.*, hlm. 5.

Islam juga mengakui kepemilikan oleh negara, yaitu untuk cabang-cabang produksi yang penting dan yang menguasai hajat hidup orang banyak. Kepemilikan oleh negara dengan tujuan agar tidak terjadi perbuatan *dzalim* yang dilakukan oleh sekelompok orang tertentu terhadap kelompok lainnya karena penguasaannya terhadap cabang produksi yang penting tersebut. Disamping itu Islam juga mengenal sistem kepemilikan campuran, baik kepemilikan campuran antara perorangan dengan negara, perorangan dalam negeri dengan asing, negara dengan perorangan asing. Prinsip ini adalah gambaran dari nilai tauhid dan keadilan yang bersumber dari filosofi, norma dan nilai-nilai Islam.

Nilai tauhid dan keadilan akan menciptakan mekanisme pasar dengan sistem ekonomi dan iklim berinvestasi yang sehat. Negara berkewajiban untuk mengawasi para pelaku ekonomi agar dalam melakukan kegiatannya sesuai dengan ketentuan syariah sehingga sistem ekonomi dan iklim berinvestasi yang sehat tetap terjaga.

Demikian juga dalam perdagangan efek sebagai salah satu cara berinvestasi, dalam *fiqh* Islam dikenal syarat rukun sahnya jual beli:⁴¹

1. Suka sama suka
2. *Ijab Qabul*
3. Pelaku akad adalah orang yang berakal, memiliki kapasitas, mengerti hak, kewajiban dan tanggungjawab.
4. Pelaksanaannya dilakukan dengan pencatatan, saksi dan takaran.
5. Objek jual beli halal zat dan sifatnya
6. Hindari *gharar* dan objeknya harus dimiliki dan jelas keberadaannya.

Dalam Islam kegiatan pasar modal sebagai wadah berinvestasi memiliki konsep disamping sebagai pengetahuan juga bernuansa spiritual karena dalam melakukan kegiatan ekonomi tersebut terkait dengan norma-norma atau prinsip-prinsip syariah yang ada. Selain itu kegiatan berinvestasi merupakan hakekat dari ilmu dan amal, karena itu berinvestasi sangat dianjurkan bagi setiap muslim.

Beberapa alasan yang mendasari keberadaan pasar modal syariah :⁴²

⁴¹ Iggi H. Achsien, *Investasi Syariah di Pasar Modal: Konsep dan Praktek Manajemen Portofolio Syariah* (Jakarta: Gramedia, 2000), hlm. 55-56.

⁴² Firdaus NH, *op. cit.*, hlm. 12-13.

1. Harta yang melimpah dari umat Islam yang jumlahnya sangat besar, sangat disayangkan jika diinvestasikan di negara-negara non muslim atau di tempat yang tidak tepat;
2. Pakar ekonomi Islam telah mampu membuat surat berharga islami sebagai alternatif terhadap surat berharga yang tidak sesuai dengan hukum Islam;
3. Melindungi para pengusaha dan pebisnis muslim dari para spekulan ketika berinvestasi pada surat berharga;
4. Memberikan peluang bagi lembaga keuangan Islam untuk menerapkan atau mengkombinasikan ilmu *Fiqh* dan ilmu-ilmu yang berkaitan dengan teknik perdagangan, sekaligus melakukan aktivitas sesuai dengan syariah.

Bahkan didalam Sabda Nabi Muhammad Saw yang diriwayatkan oleh Imam Bukhari dan Muslim dari Ibnu Umar dinyatakan bahwa:⁴³

“Kunci-kunci gaib ada 5 (lima) yang tidak seorangpun mengetahui kecuali Allah Swt semata:

1. Tidak ada yang mengetahui apa yang akan terjadi pada hari esok kecuali Allah Swt.
2. Tidak ada yang dapat mengetahui kapan terjadi hari kiamat kecuali Allah Swt.
3. Tidak ada yang dapat mengetahui apa yang terjadi atau yang ada dalam kandungan rahim kecuali Allah Swt.
4. Tidak ada yang dapat mengetahui kapan turunnya hujan kecuali Allah Swt.
5. Tidak ada yang dapat mengetahui di bumi mana seseorang akan wafat.”

Butir pertama bermakna investasi dunia akhirat, dimana usaha atau pekerjaan yang kita lakukan merupakan bekal bagi kita selama hidup di dunia dan juga merupakan bekal kita diakhirat kelak. Bekal ini harus kita persiapkan karena kita tidak mengetahui apa yang akan terjadi esok selama masih hidup ataupun apa yang akan terjadi setelah kita menghadap Allah Swt. Juga tergambar bahwa dalam melakukan pekerjaan apapun harus tetap tergambar nilai ibadah didalamnya.

⁴³ Huda dan Nasution, *op. cit.*, hlm. 19.

Butir kedua mengingatkan kita bahwa rahasia kapan datangnya hari kiamat hanya Allah Swt yang mengetahui, sedangkan sebagai makhluknya berkewajiban untuk mempersiapkan bekal yang memadai. Bekal ini harus dipersiapkan karena kita tidak tahu kapan terjadi hari kiamat yang pada saat itu ditutup pintu taubat dan amalan kita.

Butir ketiga mengandung pesan bahwa orang tua berkewajiban untuk mempersiapkan generasi yang berkualitas dan persiapan ini tidak hanya dilakukan setelah anak dilahirkan akan tetapi sejak masih dalam kandungan. Generasi yang berkualitas, tidak hanya berkualitas dari segi duniawi saja akan tetapi juga berkualitas dari segi akhlak dan keimanannya. Hal ini dilakukan karena anak adalah investasi jangka panjang bagi orang tua.

Butir keempat adalah pesan akan investasi duniawi yang dilakukan sebagai motivasi untuk berjaga-jaga dimasa depan (*precautionary motivation*), karena turunnya air hujan dari langit disimbolkan sebagai sumber rezeki (*wealth*) sebagaimana firman Allah Swt dalam beberapa ayat.⁴⁴ Hal ini merupakan peringatan Allah Swt bahwa karena rezeki berikutnya tidak diketahui kapan datangnya maka kita juga dianjurkan untuk berhemat dan tidak boros disaat kita mendapatkan rezeki. Juga terkandung nilai bahwa rezeki yang kita peroleh berasal dari Allah Swt karena itu saat kita mendapatkannya tidak boleh melupakan kewajiban-kewajiban yang melekat didalamnya, misalnya saja kewajiban untuk membayar zakat dan anjuran untuk beramal.

Butir terakhir mengingatkan kita akan datangnya ajal. Tidak seorangpun mengetahui kapan ia harus menghadap Allah Swt sehingga kita dianjurkan untuk melakukan investasi akhirat sedini mungkin.

Kelima butir tersebut diatas didalamnya mengandung makna investasi untuk masa datang, baik untuk kehidupan duniawi maupun *ukhrawi*, baik untuk diri sendiri maupun generasi mendatang. Berinvestasi untuk mempersiapkan generasi yang kuat, baik dari aspek intelektual, segi fisik maupun aspek akhlak dan keimanannya.

⁴⁴ *Ibid.*, hlm. 20.

2.2.2 Kegiatan Pasar Modal Syariah Di Indonesia

2.2.2.1 Dasar Hukum dan Prinsip-Prinsip Syariah

Perkembangan ekonomi Islam di Indonesia dimulai dibidang perbankan dan dilanjutkan dengan perkembangan dibidang pasar modal. Langkah awal lahirnya pasar modal syariah di Indonesia dimulai dengan diterbitkannya Reksadana Syariah pada tanggal 3 Juli 1997 oleh PT. Danareksa *Investment Management* dan diterbitkannya Obligasi Syariah *Mudharabah* Indosat pada tahun 2002. Obligasi Syariah *Mudharabah* Indosat menjadi pelopor diterbitkannya beberapa obligasi syariah lainnya. Secara resmi diluncurkannya pasar modal syariah ditandai dengan ditandatanganinya Nota Kesepakatan (*Memorandum of Understanding*) antara Bapepam-LK selaku *Self Regulatory Organization* (SRO) yang diwakili oleh Menteri Keuangan Boediono dengan Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indoensia (DSN-MUI) mengenai penyelenggaraan kegiatan pasar modal syariah pada tanggal 14 Maret 2003. Kemudian dilanjutkan dengan dibentuknya *Jakarta Islamic Index* (JII) oleh PT. Bursa Efek Jakarta bekerjasama dengan PT. Danareksa *Investmen Management*, sebagai tolak ukur (*benchmark*) kinerja suatu investasi pada saham yang berbasis syariah dan panduan bagi para investor yang ingin menanamkan dananya dengan berinvestasi di pasar modal syariah. Dalam *Jakarta Islamic Index* diinformasikan 30 (tiga puluh) jenis saham dari para emiten yang kegiatan usahanya memenuhi ketentuan syariah, hal ini menjadikan pasar modal syariah lebih menarik bagi para investor.⁴⁵

Semakin tingginya minat masyarakat Indonesia yang beragama Islam untuk menggunakan prinsip-prinsip syariah dalam kegiatan perekonomiannya, merupakan fenomena yang menarik dan menggembirakan utamanya bagi penduduk Indonesia yang mayoritas beragama Islam. Kegiatan perekonomian konvensional, khususnya praktek kegiatan pasar modal konvensional yang sarat mengandung unsur-unsur spekulatif, perjudian dan *riba* memberikan efek yang tidak baik bagi perkembangan perekonomian itu sendiri. Perkembangan sistem

⁴⁵ "Evaluasi Satu Semester Penerbitan Daftar Efek Syariah demi Pengembangan Industri Pasar Modal Syariah di Indonesia", <http://www.karimsyah.com/imagescontent/article/20050923/00934.pdf>, 8 Agustus 2008. (Lihat juga Nasarudin dan Surya, *op. cit.*, hlm. 205).

perbankan syariah yang lebih mampu menghadapi gelombang krisis moneter dibandingkan sistem perbankan konvensional yang berbasis bunga memberikan dampak positif bagi perkembangan pasar modal syariah. Bahkan dalam Master Plan Pasar Modal Indonesia 2005-2009, Bapepam-LK telah menetapkan pengembangan pasar modal syariah sebagai salah satu prioritas kerja.

Undang-Undang Pasar Modal tidak membedakan kegiatan pasar modal konvensional dan kegiatan pasar modal yang menggunakan prinsip-prinsip syariah. Maka berdasarkan Undang-Undang Pasar Modal, kegiatan pasar modal di Indonesia dapat dilakukan dengan menggunakan prinsip-prinsip syariah atau dengan tidak menggunakan prinsip-prinsip syariah. Walaupun demikian kegiatan pasar modal yang menggunakan prinsip-prinsip syariah tetap harus mengacu kepada Undang-Undang Pasar Modal.

Perbedaan utama kegiatan pasar modal konvensional jika dibandingkan dengan pasar modal syariah, dimana pasar modal syariah sangat mengutamakan nilai-nilai moral yang bersumber pada ketentuan yang telah digariskan oleh Allah Swt. Pasar modal syariah merupakan kegiatan yang berdimensi vertikal (ibadah) dan horizontal (*muamalah*), dimana hukum asal *muamalah* adalah *mubah/jaiz* yaitu dapat dilakukan sepanjang tidak dilarang dan sesuai dengan Al-Qur'an, Hadits dan Ijtima para fuqaha. Karena itu perlu dipastikan batas-batas antara yang halal dan yang haram. Sesuai firman Allah Swt, Islam sebagai agama yang sempurna mengatur seluruh aspek kehidupan umatnya, demikian juga dalam kegiatan berinvestasi, Islam memiliki sistem tersendiri.

Menurut Pontjowinoto (2003) ada beberapa prinsip dasar bertransaksi sesuai syariah dalam investasi keuangan yang harus menjadi perhatian, yaitu:⁴⁶

1. Transaksi dilakukan pada kegiatan yang halal, spesifik dan bermanfaat, dimana atas manfaat yang diperoleh akan dilakukan bagi hasil. Aspek halal disini mencakup niat, transaksi, prosedur pelaksanaan, barang dan jasa yang ditransaksikan juga harus halal. Selain itu harus dihindari transaksi yang *dzalim* dan para pihak harus memperoleh manfaat sesuai dengan porsinya karena asas manfaat adalah hal yang esensial dalam *bermuamalah*.

⁴⁶ Huda dan Nasution, *op. cit.*, hlm. 23 dan Firdaus NH, *op. cit.*, hlm. 20 – 21.

2. Uang berfungsi sebagai alat pertukaran nilai yang menggambarkan daya beli atas suatu barang dan uang bukan komoditas perdagangan, karena itu investasi dan pembukuan kegiatan usaha harus menggunakan mata uang yang sama.
3. Setiap transaksi/akad, tindakan dan informasi harus transparan sehingga tidak menimbulkan keraguan bagi para investor, yang dapat menimbulkan kerugian, baik secara sengaja maupun tidak sengaja.
4. Harus dihindari risiko yang melebihi kemampuan dan dapat menimbulkan kerugian, dimana baik investor maupun emiten menjalankan prinsip kehati-hatian. Dalam Islam setiap transaksi yang mengharapkan hasil, harus bersedia menanggung risiko.
5. Penerapan manajemen islami dengan mekanisme yang wajar, yang tidak mengandung unsur spekulatif, menghormati hak asasi manusia dan menjaga kelestarian lingkungan hidup.

Jika kita sederhanakan prinsip-prinsip berinvestasi yang sesuai dengan syariah, maka menurut pandangan Islam dalam berinvestasi harus mengandung aspek-aspek sebagai berikut:⁴⁷

1. Aspek material atau finansial
Kegiatan investasi yang dilakukan seharusnya menghasilkan manfaat segi finansial yang bersifat kompetitif dibandingkan dengan bentuk investasi lainnya.
2. Aspek kehalalan
Suatu bentuk investasi harus terhindar dari kegiatan dan prosedur yang *syubhat* atau haram, agar terhindar dari kesesatan dan perilaku *destruktif* yang akan merugikan diri sendiri maupun pihak lainnya.
3. Aspek sosial dan lingkungan
Berinvestasi hendaknya memberikan kontribusi positif bagi masyarakat luas dan lingkungan sekitar, baik untuk saat ini maupun masa yang akan datang.
4. Aspek pengharapan kepada *ridha* Allah Swt

⁴⁷ Muhammad Firdaus NH, et al, ed., "Sistem Keuangan & Investasi Syariah" dalam *Briefcase Book-Edukasi Profesional Syariah*, cet. II (Jakarta: Renaisan, 2007), hlm. 17.

Kegiatan berinvestasi yang dilakukan adalah untuk mengharapkan *ridha* Allah Swt.

Hal ini sejalan dengan prinsip syariah di pasar modal yaitu kegiatan yang dilakukan oleh pemilik harta (*shahib al-maal*) terhadap emiten (pemilik usaha), dimana *shahib al-maal* mengharapkan perolehan keuntungan atau manfaat tertentu.

Islam sebagai aturan hidup/*way of life* (*nidham al hayat*) telah mengatur semua sisi kegiatan umatnya, baik yang bersifat material maupun immaterial, duniawi dan *ukhrawi*. Implementasi dari kegiatan berinvestasi, khususnya kegiatan pasar modal merupakan salah satu bentuk pemenuhan kewajiban manusia terhadap ketentuan yang telah digariskan agamanya. Allah Swt dan Rasul-Nya telah memberikan petunjuk (*dalil*) dan rambu-rambu pokok bagi umatnya yang beriman. Kegiatan pasar modal tidak hanya dilakukan dengan tujuan untuk mencapai kesejahteraan, kesuksesan dan kebahagiaan di dunia secara individu maupun sosial, akan tetapi kegiatan yang dilakukan juga merupakan ibadah dengan tujuan untuk mendapatkan *ridha* Allah Swt.

Implementasi dari kegiatan berinvestasi, khususnya kegiatan pasar modal merupakan salah satu bentuk pemenuhan kewajiban manusia terhadap ketentuan yang telah digariskan agamanya, karena itu dalam melakukan kegiatan tersebut dilakukan dengan memenuhi rambu-rambu yang telah ditentukan (Satrio, 2005), yaitu:⁴⁸

1) Terbebas dari unsur *riba*

Riba secara etimologi berarti tumbuh dan bertambah dan secara garis besar dapat dikelompokkan menjadi 2 (dua), yaitu:

- a. *riba* utang piutang yang terdiri dari *riba qardh* dan *riba jahiliyah*;
- b. *riba* jual beli yang terdiri dari *riba fadhl* dan *riba nasi'ah*.

2) Terbebas dari unsur *gharar*

Gharar secara etimologi bermakna kekhawatiran atau risiko dan berarti juga suatu kecelakaan, kerugian dan/atau kebinasaan, bersifat tidak pasti (*uncertainty*).

⁴⁸ Huda dan Nasution, *op. cit.*, hlm. 24.

ketidakpastian (*jahalah*) antara dua pihak yang bertransaksi, atau jual beli sesuatu yang objek akad tidak diyakini dapat diserahkan (*Al-Mu'jam al-Wasith*, 1960). Imam Sarkhasi menyatakan bahwa: “*Gharar* adalah sesuatu yang akibatnya tidak dapat diprediksi dan ini merupakan pendapat mayoritas *fuqaha* (*Al-Shidiq M. Al-Amin al-dharir*, 1993 dalam Satrio, 2005).

Secara garis besar *gharar* dapat dibagi menjadi 2 (dua), yaitu *gharar* dalam *shighat akad* dan *gharar* dalam objek akad, yang timbul karena 2 (dua) sebab utama, yaitu:

- a. Kurangnya pengetahuan atau informasi (*jahala, ignorance*) para pihak yang bertransaksi;
- b. Tidak adanya objek, walaupun ada yang membolehkan sekalipun secara aktual objek yang dimaksud belum ada, dengan syarat mereka yang bertransaksi mampu memastikan keberadaannya di masa depan.

Dalam berinvestasi pasti dihadapkan pada suatu risiko dan kesediaan untuk menanggung risiko adalah sesuatu hal yang tidak dapat dihindari. Akan tetapi risiko yang dihadapi adalah risiko yang sudah bisa diprediksi sebelumnya, yang timbul sebagai akibat pengambilan keputusan yang berdasarkan pengetahuan dan kejelasan informasi yang telah diperoleh.

3. Terhindar dari unsur judi (*maysir*)

Maysir secara etimologi bermakna mudah, sedangkan dalam bentuk objek diartikan sebagai tempat untuk memudahkan sesuatu. Pengertian memudahkan sesuatu memberikan gambaran bahwa sebenarnya jalan yang harus ditempuh seharusnya dilakukan dengan susah payah akan tetapi dicari jalan pintas untuk mencapai apa yang dikehendaki dengan mudah, walaupun tidak sesuai dengan ketentuan dan prinsip-prinsip syariah.

4. Terhindar dari unsur haram

Investasi yang dilakukan oleh seorang investor muslim sudah seharusnya terhindar dari unsur haram, yaitu segala sesuatu yang dilarang oleh Allah Swt dan Rasul-Nya. Kata “haram” secara etimologi berarti melarang, yang berarti juga sesuatu yang dilarang untuk dilakukan. Secara garis besar sesuatu yang haram dapat dikategorikan menjadi 2 (dua):

- a. Haram karena zatnya, contohnya: babi, *khamr*, darah, bangkai, judi dan segala sesuatu yang dipersembahkan bagi selain Allah Swt;
- b. Haram karena proses yang ditempuh dalam memperolehnya, contohnya makanan atau barang halal yang diperoleh dengan cara *bathil*/tidak halal, yaitu dengan cara mencuri, merampok dan cara lain yang tidak halal, maka makanan atau barang tersebut menjadi tidak halal hukumnya.

(6) Terhindar dari unsur *syubhat*

Kata *syubhat* berarti mirip, serupa, semisal dan bercampur antara yang halal dan yang haram. Seorang investor muslim dianjurkan untuk menjauhkan diri dari kegiatan investasi yang berindikasi *syubhat*, karena jika hal ini dilakukan maka akan terjerumus kepada sesuatu yang haram.

Penetapan pasar modal sebagai bagian dari kegiatan ekonomi Islam dapat terlihat dari fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor: 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal. Diatur bahwa suatu efek telah memenuhi prinsip-prinsip syariah apabila telah memperoleh Pernyataan Kesesuaian Syariah berupa pernyataan tertulis yang dikeluarkan oleh Dewan Syariah Nasional. Selain itu juga ditentukan bahwa kegiatan usaha emiten yang menerbitkan efek memenuhi prinsip-prinsip syariah dan memiliki *Syariah Compliance Officer* yaitu pejabat yang telah mendapatkan sertifikat dari Dewan Syariah Nasional dalam pemahaman mengenai prinsip-prinsip syariah di bidang pasar modal.⁴⁹ Disamping itu di pasar modal syariah ada beberapa lembaga penting yang terlibat secara langsung dalam kegiatan pengawasan dan perdagangan, yaitu: Bapepam-LK, Dewan Syariah Nasional, bursa efek, emiten, profesi dan lembaga penunjang pasar modal serta pihak terkait lainnya.

Selain fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor: 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang

⁴⁹ Fatwa Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip-Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal, Fatwa Nomor: 40/DSN-MUI/X/2003, ps. 1-3.

Pasar Modal tersebut diatas ada beberapa fatwa lainnya sebagai dasar kegiatan pasar modal syariah di Indonesia, antara lain:

1. Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor: 05/DSN-MUI/IV/2000 Tentang Jual Beli Saham;
2. Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor: 20/DSN-MUI/IX/2000 Tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksadana Syariah;
3. Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor: 32/DSN-MUI/IX/2002 Tentang Obligasi Syariah;
4. Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor: 33/DSN-MUI/IX/2002 Tentang Obligasi Syariah *Mudharabah*;
5. Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor: 41/DSN-MUI/IX/2004 Tentang Obligasi Syariah *Ijarah*.

2.2.2.2 Instrumen Pasar Modal Syariah

Berdasarkan rambu-rambu sesuai dengan prinsip syariah maka instrumen pasar modal syariah dapat dikelompokkan dalam 3 (tiga) kategori, yaitu:⁵⁰

1. Sekuritisasi aset/proyek aset (*asset securitisation*) yang merupakan bukti penyertaan dalam bentuk penyertaan *musyarakah (management share)* dan *mudharabah (participation share)*.

Penyertaan *musyarakah (management share)* adalah yang mewakili modal tetap (*fixed capital*) dengan hak mengelola, mengawasi manajemen dan hak suara dalam mengambil keputusan. Sedangkan penyertaan *mudharabah (participation share)* adalah mewakili modal kerja dengan hak atas modal dan keuangan tersebut tetapi tanpa hak suara, hak pengawasan atau hak pengelolaan.

2. Sekuritisasi hutang (*debt securitisation*) atau penerbitan surat hutang yang timbul atas transaksi jual beli (*al-dayn*) atau merupakan sumber pendanaan bagi perusahaan.
3. Sekuritisasi modal yang merupakan emisi surat berharga oleh perusahaan emiten yang telah terdaftar dalam pasar modal syariah dalam bentuk saham.

⁵⁰ Firdaus NH, et al, ed., *op. cit.*, hlm. 27.

Didalam fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor: 40/DSN-MUI/X/2003 tanggal 4 Oktober 2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal, telah ditentukan kriteria dan jenis efek syariah yang mencakup:⁵¹

1. Saham Syariah

Yaitu bukti kepemilikan atas suatu perusahaan yang kegiatan usahanya memenuhi kriteria sesuai dengan prinsip-prinsip syariah, dan tidak termasuk saham yang memiliki hak-hak istimewa. Kegiatan usaha yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah antara lain:

- a. perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang;
- b. lembaga keuangan konvensional (ribawi), termasuk perbankan dan asuransi konvensional;
- c. produsen, distributor, serta pedagang makanan dan minuman yang haram; dan
- d. produsen, distributor, dan/atau penyedia barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat *mudharat*;
- e. melakukan investasi pada emiten (perusahaan) yang pada saat transaksi, tingkat (*nisbah*) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan ribawi lebih dominan dari modalnya.

2. Obligasi Syariah

Adalah surat berharga jangka panjang berdasarkan Prinsip Syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

3. Reksadana Syariah

Reksadana syariah adalah reksadana yang beroperasi menurut ketentuan dan prinsip syariah Islam, baik dalam bentuk akad antara pemodal sebagai pemilik harta (*shahib al-maal/rabb al-maal*) dengan Manajer Investasi,

⁵¹ Fatwa Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia, *op. cit.*, ps. 4.

begitu pula pengelolaan dana investasi sebagai wakil *shahib al-maal* dengan pengguna investasi.

4. Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset Syariah (KIK EBA Syariah). Efek beragun aset syariah adalah efek yang diterbitkan oleh kontrak investasi kolektif efek beragun aset syariah yang portofolionya terdiri dari aset keuangan berupa tagihan yang timbul dari surat berharga komersial, tagihan yang timbul dikemudian hari, jual beli pemilikan aset fisik oleh lembaga keuangan, efek bersifat investasi yang dijamin oleh pemerintah, sarana peningkatan investasi/ arus kas serta aset keuangan setara, yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.
5. Dan surat berharga lainnya yang sesuai dengan Prinsip-Prinsip Syariah. Surat berharga komersial syariah adalah surat pengakuan atas suatu pembiayaan dalam jangka waktu tertentu yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.

Menurut Peraturan Bapepem-LK Nomor: IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah yang boleh diperdagangkan di pasar modal syariah adalah instrumen yang memenuhi kriteria syariah, baik berupa efek syariah, *sukuk*, reksadana syariah, unit penyertaan (KIK) syariah dan Efek Beragun Aset (EBA) syariah.

Efek syariah adalah efek sebagaimana dimaksud dalam Undang-Undang Pasar Modal dan Peraturan Pelaksanaannya yang akad maupun penerbitannya memenuhi prinsip-prinsip syariah di pasar modal. Menurut Pasal 1 angka 5 Undang-Undang Pasar Modal yang dimaksud dengan efek adalah surat berharga yaitu surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek dan setiap derivatif dari efek.

Sukuk adalah efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas;

- a. kepemilikan aset berwujud tertentu;
- b. nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu; atau

c. kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.

Reksadana syariah adalah bentuk campuran dari *mudharabah/mudharabah* bertingkat, disatu sisi Manajer Investasi terikat kontrak *wakalah* (perwakilan) dari *shahib al-maal*, di sisi lain Manajer Investasi bertindak selaku *mudharib* yang mengelola dana nasabah reksadana. Menurut Pasal 1 angka 27 Undang-Undang Pasar Modal, reksadana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh Manajer Investasi. Sebenarnya reksadana telah ada sejak tahun 1920-an, akan tetapi di Indonesia baru diperkenalkan sejak tahun 1995 dengan munculnya reksadana perusahaan perseroan PT. Bank Dagang Negara Indonesia Reksadana.⁵²

Dikenal beberapa macam reksadana yang dapat dibedakan menurut bentuk hukumnya, sifat operasionalnya dan jenis penempatan investasi. Berdasarkan bentuk hukumnya, reksadana dibedakan menjadi 2 (dua) yaitu:

1. Reksadana berbentuk perseroan terbatas (PT. Reksadana) dimana investor dengan membeli saham yang diterbitkan oleh PT. Reksadana akan memperoleh hak kepemilikan atas perseroan terbatas tersebut;
2. Reksadana berbentuk Kontrak Investasi kolektif (Reksadana KIK) dimana investor dengan membeli unit penyertaan Reksadana KIK mempunyai kepemilikan atas kekayaan aktiva bersih Reksadana tersebut.

Berdasarkan sifat operasionalnya dapat dibedakan menjadi Reksadana terbuka (*open-end*) dan Reksadana tertutup (*closed-end*). Reksadana terbuka menjual sahamnya melalui penawaran umum yang selanjutnya dicatat di bursa efek. Investor tidak dapat menjual sahamnya kepada Reksadana dan hanya bisa menjual kepada investor lain melalui bursa, dimana harga jual beli ditentukan oleh mekanisme pasar. Sedangkan dengan Reksadana tertutup jual beli dapat dilakukan setiap saat dan saham tidak perlu dicatat di bursa, dimana harga saham ditentukan oleh Nilai Aktiva Bersih (NAB)/*Net Asset Value*(NAV) per saham yang dihitung oleh Bank Kustodian. Reksadana perseroan dapat beroperasi secara terbuka

⁵² Huda dan Nasution, *op. cit.*, hlm 95-100.

maupun tertutup, sedangkan Reksadana KIK hanya dapat beroperasi secara terbuka.

Berdasarkan jenis investasi ada empat macam Reksadana, yaitu:

- a. Reksadana Pasar Uang (*Money Market Funds/MMF*);
- b. Reksadana Pendapatan Tetap (*Fixed Income Funds*);
- c. Reksadana Saham (*Equity Funds/EF*);
- d. Reksadana Campuran (*Balance Fund*).

Selain itu berdasarkan aturan baru Bapepam-LK pada bulan Oktober 2006 dikenal juga Reksadana dalam bentuk yang berbeda dengan yang dikenal selama ini, yaitu: Reksadana Terproteksi (*Capital Protected Fund*), Reksadana dengan Penjaminan (*Guaranteed Fund*) dan Reksadana Indeks. Reksadana Terproteksi merupakan Reksadana Pendapatan tetap akan tetapi Manajer Investasi memberikan perlindungan pada awal investasi dilakukan sehingga nilainya tidak berkurang saat jatuh tempo. Reksadana dengan Penjaminan menjamin bahwa pada saat jatuh tempo, investor paling tidak akan menerima sebesar nilai awal investasi. Reksadana Indeks dimana portofolio Reksadana terdiri atas efek-efek yang menjadi bagian dari indeks acuan.

Berdasarkan Keputusan Ketua Bapepam-LK No: Kep-494/BL/2008 pada Tanggal 28 November 2008 tentang Daftar Efek Syariah, di pasar modal syariah instrumen yang diterbitkan berupa.⁵³

1. Surat Berharga Syariah Negara sebanyak 2 (dua) instrumen.
2. Sukuk atau Obligasi Syariah yang diterbitkan oleh 21 perusahaan.
3. Saham Syariah yang diterbitkan oleh 193 perusahaan.

2.2.2.3 Dewan Syariah Nasional dan Dewan Pengawas Syariah

Agar kegiatan lembaga keuangan syariah termasuk didalamnya kegiatan pasar modal syariah memenuhi prinsip-prinsip syariah dan terjaganya tujuan syariah (*maqashid al-Syariah*), maka di Indonesia dibentuk suatu lembaga yang khusus bertugas untuk menangani masalah-masalah yang berkaitan dengan sistem ekonomi syariah. Lembaga ini dibentuk oleh Majelis Ulama Indonesia (MUI)

⁵³ Bapepam-LK, *Keputusan Ketua Bapepam-LK No: Kep-494/BL/2008 Tanggal 28 November 2008 Tentang Daftar Efek Syariah*.

yang memiliki kewenangan dalam bidang keagamaan berkaitan dengan kepentingan umat Islam Indonesia. Berdasarkan Surat Keputusan Majelis Ulama Indonesia Nomor: Kep-754/MUI/II/1999, pada tanggal 10 Februari 1999 didirikan suatu lembaga yang dikenal nama dengan Dewan Syariah Nasional (DSN). Dewan ini bersifat nasional dan membawahi seluruh lembaga keuangan, termasuk didalamnya bank dan lembaga keuangan syariah lainnya.

Berdasarkan Surat Keputusan Dewan Pimpinan Majelis Ulama Indonesia tentang Susunan Pengurus Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia Nomor: Kep-98/MUI/III/2001, keberadaan Dewan Syariah Nasional mewadahi seluruh kebutuhan lembaga keuangan syariah dalam hal bimbingan fatwa dan untuk menangani masalah-masalah yang berhubungan dengan aktifitas lembaga keuangan syariah. Selain itu Dewan Syariah Nasional juga mempunyai kewajiban untuk mensosialisasikan kepada masyarakat penerapan nilai-nilai syariah dalam kegiatan perekonomian pada umumnya dan sektor keuangan pada khususnya. Sebagai acuannya adalah fatwa-fatwa yang berkaitan dengan kegiatan lembaga keuangan syariah yang dikeluarkan oleh Dewan Syariah Nasional sendiri, yaitu fatwa atas jenis-jenis kegiatan, produk dan jasa keuangan syariah. Fatwa-fatwa tersebut menjadi pedoman pelaksanaan bagi para pelaku dalam kegiatan pasar modal syariah.

Seperti telah diketahui *ijtihad* harus dilakukan oleh para ahli yang memiliki kompetensi di bidangnya dan kemampuan untuk melahirkan suatu ketentuan yang mempunyai kekuatan hukum, selain itu juga kemampuan penguasaan bidang ilmu lainnya. Walaupun selama ini Dewan Syariah Nasional sudah melakukan *ijtihad kolektif* dan juga positifikasi hasil *ijtihad* agar dapat mengikat semua pihak yang terlibat dalam kegiatan ekonomi syariah di Indonesia, masih dibutuhkan dasar hukum yang lebih kuat lagi. Kecakapan dalam bidang ilmu lainnya dan tidak hanya di bidang agama, diperlukan agar produk yang dihasilkan tidak hanya dapat ditinjau dari dalil yang bersifat tekstual akan tetapi juga dapat diungkapkan sesuai dalil yang bersifat kontekstual. Produk yang dihasilkan benar-benar bersifat aktual dan sesuai dengan perkembangan jaman dengan tetap berpegang pada kaidah-kaidah dan norma-norma yang telah ditetapkan dalam prinsip syariah.

Disamping itu untuk mengawasi kegiatan operasional lembaga keuangan syariah agar sejalan dengan ketentuan syariah Islam, dibentuklah Dewan Pengawas Syariah yang melakukan pengawasan secara bersama dengan Bapepam-LK. Keberadaan Dewan Pengawas Syariah berdasarkan Surat Keputusan Dewan Syariah Nasional Nomor: 3 Tahun 2000 adalah sebagai bagian dari lembaga keuangan yang bersangkutan dan penempatannya sendiri atas persetujuan Dewan Syariah Nasional. Dewan Pengawas Syariah adalah bagian dari lembaga keuangan yang bersangkutan yang diangkat dan diberhentikan berdasarkan Rapat Umum Pemegang Saham dari lembaga keuangan yang bersangkutan. Diangkat dan diberhENTIKANNYA Dewan Pengawas Syariah harus mendapat rekomendasi terlebih dahulu dari Dewan Syariah Nasional.

Untuk diangkat menjadi anggota Dewan Pengawas Syariah disyaratkan bahwa anggota Dewan Pengawas Syariah harus berakhlak baik, memiliki keahlian di bidang *syariah muamalah*, pengetahuan umum di bidang perbankan dan/atau keuangan, memiliki komitmen untuk mengembangkan keuangan syariah dan memiliki kompetensi sebagai pengawas syariah yang dibuktikan dengan sertifikat dari Dewan Syariah Nasional.

Keberadaan Dewan Pengawas Syariah yang merupakan bagian dari lembaga keuangan yang bersangkutan akan menimbulkan keraguan perihal independensi dari lembaga ini, walaupun pengangkatan dan pemberhENTIANNYA harus mendapat rekomendasi dari Dewan Syariah Nasional dan kedudukannya dalam struktur perusahaan berada setingkat dengan fungsi komisaris sebagai pengawas direksi. Komisaris mengawasi kinerja manajemen sedangkan Dewan Pengawas Syariah mengawasi manajemen dalam kaitannya dengan implementasi prinsip-prinsip syariah dalam sistem dan produk-produk yang dihasilkan.

Dewan Pengawas Syariah akan lebih independen jika anggotanya tidak hanya terdiri dari orang-orang dari lembaga keuangan yang bersangkutan. Jika melihat proses penyaringan yang harus dilalui agar suatu instrumen pasar modal dapat masuk dalam Daftar Efek Syariah yaitu penyaringan dari segi rasio keuangan dan kegiatan usaha maka akan lebih baik jika anggota Dewan Pengawas Syariah merupakan kombinasi dari Dewan Syariah Nasional, Akuntan dan ahli kimia yang mempunyai pengetahuan tentang prinsip-prinsip syariah.

Berdasarkan Surat Keputusan Dewan Syariah Nasional fungsi Dewan Pengawas Syariah adalah:

1. Melakukan pengawasan secara periodik pada lembaga keuangan syariah yang berada dibawah pengawasannya;
2. Berkewajiban mengajukan usul-usul pengembangan lembaga keuangan syariah kepada pimpinan lembaga yang bersangkutan dan kepada Dewan Syariah Nasional;
3. Melaporkan perkembangan produk dan operasional lembaga keuangan syariah yang diawasinya kepada Dewan Syariah Nasional sekurang-kurangnya dua kali dalam satu tahun anggaran;
4. Merumuskan permasalahan-permasalahan yang memerlukan pembahasan Dewan Syariah Nasional.

2.2.3 Bentuk Akad dalam Pasar Modal Syariah di Indonesia

Pengertian akad dalam arti luas adalah segala sesuatu yang dikerjakan oleh seseorang berdasarkan keinginan sendiri seperti: *wakaf*, *talak*, pembebasan atau sesuatu yang membutuhkan keinginan 2 (dua) orang atau lebih, seperti: jual beli, sewa menyewa, perwakilan dan gadai. Secara khusus akad mengandung pengertian yaitu perikatan yang ditetapkan dengan *ijab* dan *qabul* berdasarkan ketentuan syariah dan berdampak pada objeknya. Berdasarkan kedua pengertian diatas maka dapat disimpulkan bahwa akad adalah sesuatu yang dengan sengaja dilakukan oleh para pihak berdasarkan persetujuan masing-masing. Adapun akad harus memenuhi 3 (tiga) *rukun*, yaitu:⁵⁴

1. *Aqid* yaitu orang yang berakad, kadangkala terdiri dari seorang saja dan kadangkala terdiri dari beberapa orang.
2. *Ma'qud Alaih* (sesuatu yang diakadkan) *ma'qud'alaih* atau *mahallul aqdi* adalah benda yang menjadi objek akad.
3. *Shighat al-aqd* yaitu *ijab* dan *qabul* berupa ucapan yang menunjukkan kehendak kedua belah pihak.

⁵⁴ Muhammad Firdaus NH, et al, ed., "Cara Mudah Memahami Akad-Akad Syariah" dalam *Briefcase Book-Edukasi Profesional Syariah*, cet. I (Jakarta: Renaisan, 2005), hlm. 14-33.

Agar suatu transaksi dikatakan sah maka selain terpenuhi rukunnya juga harus terpenuhi syaratnya, yaitu:

1. *Ahliyatul'aqidaini* (para pihak yang melakukan akad cakap/ahli dalam bertindak).
2. *Qabiliyatul mahallil aqdi li hukmihi* (yang dijadikan objek akad dapat menerima hukuman).
3. *Al-Wilyatus syar'iyah fi maudhu'il aqdi* (akad itu diijinkan oleh *syara* dilakukan oleh orang yang berhak untuk melakukannya dan melaksanakannya, walaupun ia bukan si 'aqid sendiri)
4. *Alla yakunal 'aqdu au madhu'uhu mamnu'an binashshin syar'iyin* (janganlah akad itu yang dilarang *syara*).
5. *Kaunul 'aqdi mufidan* (akad itu memberikan faedah).
6. *Baqaul ijabi shalihan ila mauqu'il qabul* (*ijab* berjalan terus, tidak dicabut, sebelum terjadi *qabul*).
7. *Ittihadu majalisil 'aqdi* (bertemu di *majlis* akad) dan *ijab* menjadi batal bila para pihak tidak bertemu dan belum terjadi *qabul*.

Adapun bentuk akad-akad syariah yang bersumber dari Al-Qur'an dan Hadits, yaitu:

1. *Bai' al-Murabahah* yaitu jual beli dengan harga pokok dengan keuntungan yang disepakati para pihak.
2. *Bai'al-Salam* yaitu pembelian barang yang diserahkan di kemudian hari, akan tetapi pembayarannya dilakukan dimuka.
3. *Bai'al-Istishna'* adalah bentuk khusus dari akad *Bai'al-Salam* sehingga ketentuan dan aturannya sama seperti akad *Bai'al-Salam*, akan tetapi biasanya akad ini digunakan dibidang manufaktur.
4. *Al-Ijarah* yaitu akad pemindahan hak guna atas barang atau jasa dengan kompensasi berupa pembayaran upah sewa tanpa diikuti dengan pemindahan hak kepemilikan (*ownership/milkiyyah*) atas objek akad.
5. *Al-Syirkah* adalah keikutsertaan dua orang atau lebih dalam suatu usaha tertentu dengan sejumlah modal yang ditetapkan berdasarkan perjanjian untuk bersama-sama menjalankan suatu usaha dengan kesepakatan bahwa

baik keuntungan maupun risiko akan ditanggung bersama sesuai dengan kesepakatan para pihak.

6. *Al-Qiradh* adalah pemberian harta kepada orang lain yang dapat ditagih atau diminta kembali. Akad ini merupakan akad yang bersifat saling membantu dan bukan merupakan akad yang bersifat komersial.
7. *Al-Kafalah* merupakan jaminan yang diberikan oleh penanggung (*Kafil*) kepada pihak ketiga untuk memenuhi kewajiban kepada pihak kedua atau yang ditanggung.
8. *Al-Wakalah* adalah akad pemberian kuasa (*muwakkil*) kepada penerima kuasa (*wakil*) untuk melaksanakan suatu tugas (*taukil*) atas nama pemberi kuasa.
9. *Hiwalah* yaitu memindahkan tanggungjawab hutang dari tangan orang yang berhutang kepada pihak yang berhutang lainnya.
10. *Al-Wadi'ah* yaitu mewakilkan orang lain untuk memelihara harta tertentu dengan cara tertentu.
11. *Daman* yaitu menggabungkan dua tanggungan untuk membayar hutang, menggadaikan barang atau menghadirkan orang pada tempat yang telah ditentukan, yang juga dapat diberlakukan sebagai jaminan atas seorang tersangka yang ditahan.
12. *Rahn/Gadai* yaitu menjadikan barang sebagai jaminan hutang, dimana barang yang dijaminkan tersebut dapat digunakan sebagai pembayaran hutang apabila orang yang berhutang tidak bisa mengembalikan atau membayar hutangnya.

Jika kita hubungkan antara instrumen pasar modal yang ada di Indonesia saat ini dengan bentuk akad-akad diatas maka terlihat bahwa instrumen saham menggunakan akad dalam bentuk *al-Syirkah*. Walaupun pada masa Rasullullah Saw dan para sahabat bukti kepemilikan atau jual beli aset dilakukan sebagaimana mekanisme jual beli biasa tanpa melalui *Initial Public Offering*. Dalam Al-Qur'an dan Hadits tidak ada keterangan yang jelas dan pasti, maka para ulama dan *fuqaha* kontemporer berijtihad untuk merumuskan hukum tentang saham. Dewan Syariah Nasional juga sudah merumuskan fatwa yang membolehkan jual beli

saham yaitu fatwa Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia Nomor: 05/DSN-MUI/IV/2000 Tentang Jual Beli Saham.

Instrumen obligasi syariah di pasar modal Indonesia umumnya menggunakan akad *mudharabah* atau bagi hasil pendapatan. Untuk obligasi syariah *mudharabah* ini telah memiliki pedoman khusus yaitu fatwa Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia Nomor: 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah *Mudharabah*. Sedangkan untuk instrumen reksadana syariah antara investor dengan lembaga menggunakan akad *mudharabah/al-Qiradh* dan akad antara investor dengan Manager Investasi menggunakan sistem *al-Wakalah*.

Berdasarkan Peraturan Bapepam-LK Nomor: IX.A.14 Tentang Akad-akad yang digunakan dalam penerbitan efek syariah di pasar modal berbentuk: *Ijarah*, *Kafalah*, *Mudharabah* dan *Wakalah*. *Ijarah* adalah perjanjian (akad) dimana pihak yang memiliki barang/jasa berjanji kepada penyewa/pengguna jasa untuk menyerahkan hak penggunaan atau pemanfaatan atas suatu barang atau jasa yang dimiliki pemberi sewa/jasa dalam waktu tertentu dengan pembayaran sewa dan atau upah, tanpa diikuti dengan beralihnya hak atas kepemilikan barang yang menjadi objek *Ijarah*. *Kafalah* adalah perjanjian (akad) dimana pihak penjamin (*guarantor*) berjanji memberikan jaminan kepada pihak yang dijamin (debitur) untuk memenuhi kewajiban pihak yang dijamin kepada pihak lain (kreditur). Akad *Mudharabah* adalah perjanjian (akad) dimana pihak yang menyediakan dana (*shahib al-maal*) berjanji kepada pengelola usaha *mudharib* untuk menyerahkan modal dan pengelola (*mudharib*) berjanji untuk mengelola modal tersebut. *Wakalah* adalah perjanjian (akad) dimana pihak yang memberi kuasa (*muwakkil*) memberikan kuasa kepada pihak yang menerima kuasa (wakil) untuk melakukan tindakan atau perbuatan tertentu.

2.3 SUKUK SEBAGAI INSTRUMEN SYARIAH DI PASAR MODAL

2.3.1 Konsep Sukuk Sebagai Instrumen Pasar Modal

Semakin meluasnya penggunaan konsep keuangan berbasis syariah yang tidak hanya digunakan oleh negara-negara Islam di kawasan Timur Tengah, konsep ini juga digunakan oleh negara-negara di kawasan Asia, Eropa dan

Amerika telah mendorong didirikannya berbagai lembaga keuangan syariah dan diterbitkannya instrumen keuangan syariah. Salah satu instrumen keuangan syariah yang telah banyak diterbitkan oleh perusahaan maupun negara adalah *sukuk*.

Di beberapa negara instrumen ini telah menjadi sumber pembiayaan negara, bahkan di Malaysia, Brunei Darussalam, Bahrain, Uni Emirat Arab, Qatar, Pakistan dan State of Saxony anhalt-Jerman, *sukuk* telah secara rutin diterbitkan. Dana yang tersedia biasanya digunakan untuk keperluan pembiayaan negara secara umum (*general funding*) dan untuk membiayai proyek-proyek tertentu, misalnya pembangunan bendungan, unit pembangkit listrik, pelabuhan, bandar udara, rumah sakit dan jalan tol, yang pada umumnya adalah proyek yang diperuntukkan untuk kepentingan umum dan memerlukan dana yang relatif besar.

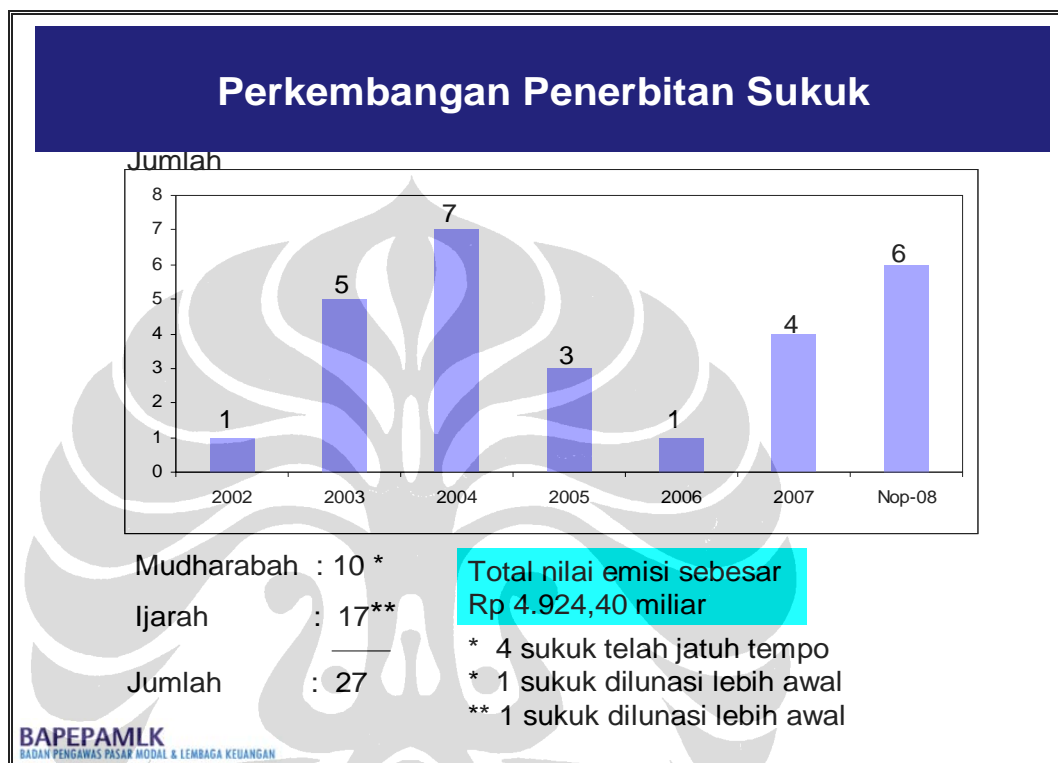
Hingga saat ini instrumen *sukuk* belum memiliki pedoman khusus sehingga dalam prakteknya sebagai pedoman digunakan fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor: 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah dan fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor: 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah *Mudharabah*. Padahal seperti diketahui antara instrumen Obligasi Syariah dengan instrumen *Sukuk* terdapat perbedaan yang prinsipil, diantaranya mengenai *underlying asset* yaitu aset yang akan menjadi objek perjanjian. Seperti telah diketahui mekanisme yang dilakukan untuk Obligasi Syariah *Mudharabah*, yaitu:⁵⁵

1. Akad *mudharabah* dituangkan dalam perjanjian perwaliamanatan.
2. Bagi hasil berdasarkan komponen pendapatan (*revenue sharing*) atau keuntungan (*profit sharing*). Berdasarkan fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor: 15/DSN-MUI/IX/2000, lebih *mashlahat* dengan sistem komponen pendapatan.
3. Bagi hasil ditetapkan sesuai kesepakatan para pihak, termasuk juga periodenya.
4. Bagi hasil harus dibayarkan oleh pengelola dana/*mudharib*/emiten kepada pemilik dana/*shahib al-maal*/pemegang *sukuk* dan harus bersih dari unsur non halal.

⁵⁵ Huda dan Nasution, *op. cit.*, hlm. 89.

5. Jika pengelola dana/*mudharib*/emiten lalai dan/atau melanggar syarat perjanjian dan/atau melampaui batas maka *mudharib* wajib mengembalikan dana *mudharabah* dan *shahi al-maal* dapat menarik dananya.

Di Indonesia instrumen *sukuk* pun berkembang dengan pesat hal ini dapat kita lihat dari grafik dibawah ini:



Sumber: Ijtima' Sanawi Dewan Pengawas Syariah, November 2008

Gambar 2.1
Perkembangan Penerbitan Sukuk

Untuk pengembangan sumber pembiayaan negara, pemerintah telah mengeluarkan Undang-Undang Nomor: 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) yang menjadi landasan hukum (*legal basic*) bagi penerbitan dan pengelolaan *sukuk* negara ataupun Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Adapun tujuan diterbitkannya Surat Berharga Syariah Negara, yaitu:

1. Memperluas sumber pembiayaan anggaran negara;
2. Mendorong pengembangan pasar keuangan syariah;
3. Menciptakan tolok ukur (*benchmark*) di pasar keuangan syariah;
4. Diversifikasi basis investor;
5. Mengembangkan alternatif instrumen investasi;

6. Mengoptimalkan pemanfaatan Barang Milik Negara; dan
7. Memanfaatkan dana-dana masyarakat yang belum dimanfaatkan oleh sistem perbankan konvensional.

Kata *sakk*, *sukuk* dan *sakaik* dapat dengan mudah ditemukan didalam literatur Islam komersial klasik, yang digunakan secara umum untuk perdagangan internasional di wilayah muslim pada abad pertengahan. Kata ini muncul bersamaan dengan kata *hawalah* yang menggambarkan pengiriman uang dan kata *mudharabah* dalam kegiatan bisnis persekutuan. *Sukuk* merupakan surat berharga yang mewakili kewajiban pembiayaan yang berasal dari perdagangan dan kegiatan komersial lainnya.⁵⁶

Pada bulan Mei 2003 *The Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) memberikan definisi perihal *sukuk* sebagai berikut:

“Investment Sukuk are certificates of equal value representing undivided shares in ownership of tangible assets, usufruct and services or (in the ownership of) the assets or particular projects or special investment activity, however, this is true after receipt of the value of the sukuk, the closing of subscription and the employment of funds received for the purpose for which the sukuk were issued.”

Bahwa *sukuk* adalah sertifikat atau bukti kepemilikan yang mempunyai nilai yang sama atas aset berwujud, manfaat dan jasa atau aset atas bagian proyek tertentu atau kegiatan penanaman modal tertentu, yang direalisasikan setelah diterimanya *sukuk* dengan nilai tertentu, setelah adanya kata sepakat dan diterimanya dana untuk keperluan yang sesuai dengan tujuan diterbitkannya *sukuk*.

Definisi *sukuk* juga diatur didalam Peraturan Nomor: IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah yang dikeluarkan oleh Bapepam-LK, yang didefinisikan sebagai:

”Efek syariah berupa Sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas:

- a. Kepemilikan aset berwujud tertentu;
- b. Nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktifitas investasi tertentu; atau

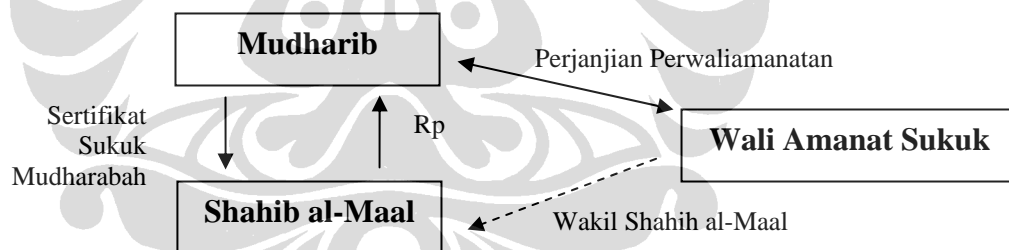
⁵⁶ Huda dan Nasution, *op. cit.*, hlm. 122.

c. Kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.”

Berdasarkan beberapa definisi diatas dapat disimpulkan bahwa *sukuk* adalah sertifikat dengan nilai yang sama yang merupakan bukti kepemilikan yang sepenuhnya terhadap aset, hak manfaat dan jasa-jasa atau kepemilikan atas aset dari suatu proyek atau kegiatan investasi tertentu. *Sukuk* memiliki karakteristik sebagai berikut:

1. Merupakan bukti kepemilikan suatu aset berwujud atau hak manfaat (*beneficial title*);
2. Pendapatan berupa imbalan (kupon), *margin* dan bagi hasil, sesuai jenis akad yang digunakan;
3. Terbebas dari unsur *riba*, *gharar* dan *maysir*;
4. Penerbitannya melalui *special purpose vehicle* (SPV);
5. Memerlukan *underlying asset*;
6. Penggunaan *proceeds* harus sesuai prinsip syariah.

Mengacu pada karakteristik *sukuk* tersebut diatas dapat dibuat skema penerbitan *Sukuk Mudharabah* sebagai berikut:



Gambar 2.2

Skema Proses Penerbitan Sukuk

1. *Mudharib* menerbitkan dan menawarkan *Sukuk Mudharabah* kepada *Shahib al-maal* melalui Penawaran Umum dan didaftarkan di Bursa Efek;
2. *Shahib al-maal* menyerahkan dana dan memperoleh Sertifikat bukti kepemilikan atas *underlying asset* dari *Mudharib* dan dana yang diperoleh digunakan untuk berinvestasi di bidang usaha yang tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal;

3. *Mudharib* menunjuk Wali Amanat *Sukuk (Special Purpose Vehicle)* dan dibuat Perjanjian Perwaliamanatan *Sukuk Mudharabah* antara *Mudharib* dan Wali Amanat *Sukuk Mudharabah*;

Wali Amanat *Sukuk* mewakili kepentingan para Pemegang *Sukuk Mudharabah*, baik di dalam maupun di luar Pengadilan.



Gambar 23

Pembayaran Pendapatan Bagi Hasil dan/atau Pembayaran Kembali Dana Sukuk Mudharabah

1. *Mudharib* membayar Pendapatan Bagi Hasil kepada Pemegang *Sukuk Mudharabah* pada tanggal Pembayaran Pendapatan Bagi Hasil yang dihitung berdasarkan perkalian antara *Nisbah* Pemegang *Sukuk* dengan Pendapatan Yang Dibagihasilkan dan melakukan pembayaran kembali Dana *Sukuk Mudharabah* pada tanggal jatuh tempo *Sukuk Mudharabah*;
2. Pembayaran Pendapatan Bagi Hasil dan pembayaran kembali Dana *Sukuk Mudharabah* dilakukan oleh Wali Amanat *Sukuk Mudharabah* melalui Agen Pembayaran yang ditunjuk.

2.3.2 Jenis-Jenis Sukuk

Berbagai jenis *sukuk* yang dikenal secara internasional dan telah diakui oleh *The Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)*, yaitu:⁵⁷

1. *Sukuk Mudharabah (Sanadatul Muqaradah)*
yaitu *sukuk* yang diterbitkan mewakili proyek atau kegiatan yang dikelola berdasarkan perjanjian (*akad mudharabah*), dimana satu pihak menyediakan dana (*shahib al-maal*) dan pihak lainnya menyediakan tenaga dan keahlian manajemen (*mudharib*). Keuntungan atas kerjasama tersebut akan dibagi

⁵⁷ Huda dan Nasution, *op. cit.*, hlm 127-135.

berdasarkan perbandingan yang telah disetujui sebelumnya dan jika terjadi kerugian maka akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak yang menyediakan dana. Jenis sukuk ini memiliki ciri-ciri sebagai berikut:

- (1) *Sukuk Mudharabah* mewakili kepemilikan umum dan memberi hak pemegangnya untuk berbagi pada proyek khusus;
- (2) Kontrak *Sukuk Mudharabah* didasarkan pada pengumuman resmi dari penerbit atau *prospektus*, yang harus memberikan seluruh informasi yang diperlukan oleh syariah untuk kontrak *Qiradh* seperti jenis modal, rasio untuk distribusi keuntungan dan kondisi lain yang berhubungan dengan penerbit, yang harus disesuaikan dengan syariah;
- (3) Pemegang *Sukuk Mudharabah* diberikan hak untuk memindahkan kepemilikan dengan menjual sertifikat di pasar sekuritas sesuai nilainya. Nilai pasar sertifikat *mudharabah* bervariasi berdasarkan status bisnis dan keuntungan yang diantisipasi atau diharapkan dari proyek yang dijalankan. Penjualan *Sukuk Mudharabah* harus mengikuti aturan berikut ini:
 - a. Jika modal *mudharabah* sebelum beroperasinya proyek tertentu adalah masih berbentuk uang, perdagangan *Sukuk Mudharabah* akan seperti pertukaran uang dengan uang dan hal tersebut harus memenuhi aturan *bay'al sarf*;
 - b. Jika modal *mudharabah* adalah dalam bentuk utang maka harus didasarkan pada prinsip-prinsip perdagangan utang dalam hukum Islam;
 - c. Jika modal adalah dalam bentuk kombinasi tunai, tagihan, barang, aset dan manfaat riil, perdagangan harus didasarkan pada harga pasar yang berkembang berdasarkan persetujuan kedua belah pihak;
- (4) *Manajer/supervisor* yang menerima pendanaan yang dikumpulkan dari pelanggan untuk *Sukuk Mudharabah* juga dapat menginvestasikan dananya sendiri. Ia akan memperoleh keuntungan untuk kontribusi modalnya sebagai tambahan pada bagian keuntungan sebagai *mudarib*.

- (5) Tidak *prospektus* dan tidak juga *Sukuk Mudharabah* yang berisi jaminan, baik dari pihak penerbit atau manajer pendanaan, untuk modal atau suatu keuntungan tetap, atau keuntungan berdasarkan persentase modal. Oleh sebab itu:
- a. *Prospektus* atau Penerbit *Sukuk Mudharabah* sesuai dengan hal tersebut, tidak boleh menetapkan pembayaran atau jumlah tertentu kepada pemegang *Sukuk Mudharabah*;
 - b. Keuntungan harus dipisahkan, sebagaimana yang ditentukan oleh aturan yang ditetapkan syariah bahwa keuntungan adalah sejumlah kelebihan dari modal dan bukan penerimaan atau hasil;
 - c. Perhitungan Laba dan Rugi dari proyek harus dipublikasikan dan disebarluaskan pada pemegang *Sukuk Mudharabah*.
- (6) Diperbolehkan untuk membuat cadangan untuk kondisi tak terduga, seperti hilangnya modal, dengan mengurangi dari keuntungan sejumlah persentase tertentu setiap periode akuntansi.
- (7) *Prospektus* juga dapat berisi janji yang dibuat oleh pihak ketiga, yang secara keseluruhan tidak berhubungan dengan pihak-pihak yang melakukan kontrak dalam bentuk entitas hukum atau status keuangan untuk sumbangan dalam jumlah tertentu, tanpa balasan keuntungan untuk mengatasi kerugian pada proyek tertentu. Diberikannya komitmen semacam ini bersifat independen dalam kontrak *mudharabah* dan tidak diperbolehkannya pihak penerbit untuk menjamin modal yang berasal dari *mudharabah*.

2. *Sukuk Musyarakah*

Yaitu *Sukuk* yang diterbitkan berdasarkan perjanjian *musyarakah* dimana dua pihak atau lebih bekerjasama mengumpulkan modal untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang telah ada atau membiayai kegiatan usaha. Baik keuntungan maupun kerugian yang timbul ditanggung bersama secara proporsional sesuai dengan jumlah modal masing-masing pihak. Instrumen ini diterbitkan untuk memobilisasi dana yang digunakan berdasarkan persekutuan sehingga pemegangnya berkedudukan sebagai pemilik dari proyek tersebut dan memiliki aset sesuai bagian masing-

masing. *Sukuk Musyarakah* dapat ditebus oleh atau untuk perusahaan atau perorangan untuk keperluan karyawan, pembelian kendaraan untuk tujuan komersial, pengembangan klinik, rumah sakit, pabrik, pusat perdagangan dengan standar tinggi.

3. *Sukuk Ijarah*

Yaitu *Sukuk* yang diterbitkan berdasarkan perjanjian *Ijarah* dimana satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak manfaat suatu aset kepada pihak lain dengan harga dan periode yang telah disepakati, tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan aset tersebut.

Sukuk Ijarah dapat dibagi menjadi dua yaitu:

a. *Sukuk Ijarah Al Muntahiya Bittamlik (Ijarah Sale and Lease Back)* dimana penjualan aset tidak disertai penyerahan fisik aset akan tetapi yang dialihkan adalah hak manfaat (*beneficial title*), sedangkan kepemilikan aset (*legal title*) tetap berada ditangan obligor dan pada akhir periode *sukuk*, *special purpose vehicle* wajib menjual kembali aset tersebut kepada obligor.

b. *Sukuk Ijarah Headlease and Sublease.*

Ciri-ciri yang harus diperhatikan dari instrumen ini antara lain:

1. Aset yang disewa beli dan jumlah yang disewa diketahui dengan jelas oleh para pihak pada saat perjanjian disepakati, tetapi dimungkinkan jika objek perjanjian adalah aset/bangunan yang belum didirikan asalkan dijelaskan dalam perjanjian dan dengan pasti akan diperoleh pada saat yang telah disepakati.
2. Pada awal perjanjian harus dengan jelas ditetapkan bentuk perjanjian sewa beli, walaupun selanjutnya terjadi perubahan atas kesepakatan para pihak karena adanya hal-hal yang mempengaruhi.
3. Pengeluaran/biaya yang berhubungan dengan karakteristik utama aset ditanggung oleh pemilik sedangkan untuk pemeliharaan yang berhubungan dengan operasionalnya ditanggung penyewa

4. *Istisna'*

Yaitu *Sukuk* yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *Istisna'* dimana para pihak menyepakati jual-beli dalam rangka pembiayaan suatu

proyek/barang. Pembiayaan suatu barang yaitu barang-barang industri yang dapat dibayar tunai sedang pengirimannya belakangan hari atau baik pembayaran dan pengirimannya dilakukan di masa depan dari barang-barang yang dibuat berdasarkan suatu kontrak tertentu. Adapun harga, waktu penyerahan dan spesifikasi barang/proyek ditentukan terlebih dahulu berdasarkan kesepakatan. Instrumen ini pada umumnya untuk pembiayaan pembuatan/pembangunan rumah, pabrik, jembatan, jalan dan jalan tol.

5. *Sukuk Salam*

Yaitu bentuk *sukuk* dengan pembayaran dimuka untuk barang yang dikirim kemudian. Penerima tidak boleh menjual komoditas tersebut sebelum menerimanya akan tetapi dapat dilakukan penjualan dengan kontrak lain yang paralel dan kontrak pertama dan kedua harus merupakan kontrak yang terpisah. Spesifikasi barang dan waktu pengiriman harus berbeda satu sama lain. *Sukuk salam* yang dapat diperjualbelikan masih menjadi perdebatan dan para pakar belum dapat menerimanya, sebelum barang yang dibeli diterima oleh pembeli pertama.

6. *Sukuk Murabahah*

Dimungkinkan untuk pembelian barang untuk sektor publik yaitu dalam kasus dimana pemerintah membutuhkan barang-barang dengan harga tinggi, maka dimungkinkan untuk membelinya melalui penjualan kredit dan dibayar secara angsuran.

7. *Sukuk Portofolio Gabungan*

Dapat dibuat sekuritas gabungan berdasarkan perjanjian *musyarakah, ijarah, murabahah, salam* dan *istisna'*. Keuntungan dan risiko pada instrumen tersebut akan bergantung pada gabungan kontrak yang dipilih.

2.3.3 Perbedaan *Sukuk* dengan Obligasi Syariah

Sukuk seringkali disamakan dengan obligasi bahkan Bapepam-LK sendiri setiap kali mengeluarkan Keputusan tentang Daftar Efek Syariah selalu memasukkan instrumen *Sukuk* dan Obligasi Syariah seolah-olah instrumen yang sama. Pada prinsipnya *sukuk* dan obligasi syariah adalah surat berharga sebagai instrumen investasi yang diterbitkan berdasarkan suatu perjanjian (akad) syariah

yang menjadi dasar perjanjian (*underlying transaction*). Perjanjian (akad) yang digunakan dapat berupa sewa menyewa/sewa beli (*ijarah*), bagi hasil (*mudharabah*), *musyarakah* atau bentuk perjanjian lainnya. Berdasarkan sifatnya instrumen ini memiliki perbedaan-perbedaan antara lain:⁵⁸

Tabel 2.1 Perbedaan Sukuk dan Obligasi Syariah

Deskripsi	Sukuk	Obligasi
Definisi	Sertifikat dengan nilai yang sama yang merupakan bukti kepemilikan yang sepenuhnya terhadap aset, hak manfaat dan jasa-jasa atau aset dari suatu proyek atau kegiatan investasi tertentu;	Surat berharga jangka panjang yang dikeluarkan oleh pengelola dana (badan hukum/perusahaan/pemerintah) kepada pemegang obligasi dengan kewajiban mengelola dan untuk membayar bunga pada periode tertentu dan kewajiban untuk melunasi pokok pinjaman pada saat jatuh tempo kepada pemegang obligasi;
Sifat Instrumen	Berupa Sertifikat kepemilikan/penyertaan atas suatu aset;	Berupa Instrumen pengakuan utang;
Underlying Assset	Memerlukan <i>Underlying Assset</i> ;	Tidak memerlukan <i>Underlying Assset</i> ;
Pihak terkait	Melibatkan obligor, <i>special purpose vehicle/ Trustee</i> dan investor.	Melibatkan obligor/ <i>issuer</i> dan investor.

⁵⁸ Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah-Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang Departemen Keuangan, *Mengenal Sukuk Instrumen Investasi dan Pembiayaan Berbasis Syariah*.

Sukuk merupakan inovasi baru dalam kegiatan ekonomi syariah karena *sukuk* bukan merupakan instrumen utang piutang dengan bunga (*riba*) akan tetapi sebagai instrumen investasi. Penerbitan *sukuk* memerlukan sejumlah tertentu aset yang akan menjadi objek perjanjian (*underlying asset*), hal ini tidak kita temui didalam instrumen yang berbentuk obligasi syariah. Objek perjanjian harus memiliki nilai ekonomis yang dapat berupa aset berwujud maupun tidak berwujud, termasuk proyek yang sedang dibangun maupun yang akan dibangun. Fungsi dari objek perjanjian (*underlying asset*) adalah:

1. Untuk menghindari *riba*;
2. Prasyarat agar *sukuk* dapat diperdagangkan di pasar sekunder;
3. Sebagai dasar untuk menentukan jenis struktur *sukuk*.

2.4. PRINSIP TRANSPARANSI PADA PEMBAGIAN KEUNTUNGAN EFEK SYARIAH SUKUK MUDHARABAH

2.4.1 Prinsip Transparansi dalam Pembagian Keuntungan

Istilah transparansi atau keterbukaan merupakan terminologi yang sangat penting dalam pasar modal dan merupakan prinsip yang fundamental, bahkan merupakan jiwa dari pasar modal itu sendiri. Prinsip keterbukaan berlaku secara universal dan merupakan prinsip yang sangat mutlak dan harus dilakukan oleh semua pelaku pasar modal, lembaga dan profesi penunjang pasar modal.

Prinsip ini mewajibkan pelaku pasar modal utamanya emiten, perusahaan publik, atau pihak lain yang terkait wajib menyampaikan informasi penting yang berkaitan dengan tindakan atau efek perusahaan tersebut pada waktu yang tepat kepada masyarakat dalam bentuk laporan berkala dan laporan peristiwa penting (Pasal 86 ayat 1 UUPM). Emiten wajib menyampaikan informasi secara lengkap dan akurat.

Pengertian lengkap jika informasi yang disampaikan utuh, tidak ada yang tertinggal atau dengan sengaja disamarkan atau tidak menyampaikan fakta material yang diperlukan oleh investor. Informasi yang akurat jika informasi yang disampaikan mengandung kebenaran dan ketepatan dan jika persyaratan tersebut

tidak terpenuhi maka informasi tersebut dikategorikan sebagai informasi yang tidak benar atau menyesatkan.

Prinsip transparansi bertujuan agar terbentuk kontrol publik terhadap suatu kegiatan. Keterbukaan yang diwajibkan untuk disampaikan oleh emiten adalah keterbukaan yang menyangkut informasi, peristiwa, kejadian atau fakta mengenai emiten yang bersifat penting, relevan dan material.⁵⁹ Prinsip keterbukaan diwujudkan dengan dipaparkannya keadaan, peristiwa dan fakta yang ada didalam perusahaan yang mengeluarkan produknya di bidang pasar modal. Informasi yang transparan, lengkap dan akurat dapat menjadi landasan bagi para investor untuk dapat mengambil keputusan yang tepat dan rasional untuk menanamkan dananya dalam kegiatan pasar modal.

Didalam Undang-Undang Pasar Modal pengertian prinsip keterbukaan tercantum didalam Pasal 1 angka 25, yaitu:⁶⁰

” Pedoman umum yang mensyaratkan Emiten, Perusahaan Publik dan Pihak lain yang tunduk pada Undang-undang ini untuk menginformasikan kepada masyarakat dalam waktu yang tepat seluruh Informasi Material mengenai usahanya atau efeknya yang dapat berpengaruh terhadap keputusan pemodal terhadap Efek dimaksud dan atau harga dari Efek tersebut.”

Pengertian Informasi atau Fakta Material sebagaimana dijelaskan dalam Pasal 1 angka 7 Undang-Undang Pasar Modal adalah informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian atau fakta yang dapat mempengaruhi harga Efek pada Bursa Efek dan atau keputusan pemodal, calon pemodal, atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut.

Berdasarkan ketentuan tersebut diatas Undang-undang Pasar Modal memberikan perlindungan hukum kepada para investor untuk dapat memperoleh informasi yang lengkap, akurat dan benar. Jika terjadi kerugian sebagai akibat dari informasi yang tidak benar atau menyesatkan, maka baik para pihak, lembaga dan profesi penunjang pasar modal dapat dimintai pertanggungjawabkan, baik secara sendiri-sendiri maupun bersama-sama.

⁵⁹ Hamud M. Balfas, *Hukum Pasar Modal Indonesia*, cet.I, (Jakarta: Tata Nusa, 2006), hlm. 181.

⁶⁰ Indonesia, *op. cit.*, Pasal 1 angka 25.

Berdasarkan uraian diatas dapat diambil kesimpulan bahwa fungsi dari prinsip keterbukaan, antara lain yaitu:

1. Menciptakan mekanisme pasar yang adil, efisien dan terbuka;
2. Mencegah penipuan atau perbuatan curang;
3. Agar kepercayaan masyarakat, khususnya para investor terhadap kinerja pasar modal dapat terpelihara.

Emiten dan lembaga penjamin pelaksana emisi bertanggungjawab atas kebenaran semua informasi atau fakta material yang tercantum dalam *prospektus*. Selain para pihak, lembaga dan profesi penunjang pasar modal juga dapat dimintai pertanggungjawaban atas kebenaran data, keterangan atau laporan dari perusahaan penerbit instrumen pasar modal, disaat emiten melakukan penawaran umum. Misalnya saja *appraisal* bertanggungjawab atas penilaian terhadap aktiva tetap milik emiten, konsultan hukum bertanggungjawab atas *legal opinion* yang disajikan dalam *prospektus*, akuntan publik bertanggungjawab atas laporan keuangan emiten, demikian juga notaris yang mempunyai kewajiban profesi untuk membuat akta otentik yang harus sesuai dengan ketentuan perundang-undangan dan kehendak para pihak (Pasal 15 ayat 1 Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 30 Tahun 2004 Tentang Jabatan Notaris).

Dalam pembuatan akta yang berkaitan dengan kegiatan pasar modal, terlihat peran notaris yang sangat penting untuk mempertemukan keinginan dan kepentingan para pihak dengan tetap melaksanakan ketentuan yang telah ditetapkan oleh peraturan perundang-undangan. Selain itu dalam Pasal 15 ayat (3) Undang-Undang Jabatan Notaris juga diatur kewenangan notaris lainnya yang diatur berdasarkan ketentuan peraturan perundang-undangan, termasuk didalamnya kewenangan sebagaimana diatur didalam Undang-Undang No: 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas dan Undang-Undang No: 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal.

Investor yang mengalami kerugian yang disebabkan karena tidak disampainya informasi atau fakta material kepada investor, dapat menuntut pelaku pasar modal, lembaga dan profesi penunjang pasar modal atas kelalaian mereka berdasarkan ketentuan Pasal 102 Undang-Undang Pasar Modal berupa

sanksi administratif dan Pasal 106 Undang-Undang Pasar Modal berupa sanksi pidana. Sanksi administratif dapat berupa:⁶¹

- a. peringatan tertulis;
- b. denda yaitu kewajiban untuk membayar sejumlah uang tertentu;
- c. pembatasan kegiatan usaha;
- d. pembekuan kegiatan usaha;
- e. pencabutan izin usaha;
- f. pembatalan persetujuan; dan
- g. pembatalan pendaftaran.

Dalam penjelasan ketentuan tersebut diatas dikatakan bahwa dalam pengenaan sanksi administratif oleh Bapepam-LK perlu diperhatikan aspek pembinaan terhadap mereka yang terkena sanksi tersebut.

Sedangkan ketentuan sanksi pidana sebagaimana yang diatur didalam Pasal 106 dapat berupa pidana penjara selama paling lama 10 (sepuluh) tahun dan denda paling banyak Rp. 15.000.000,- (lima belas juta rupiah) untuk pelanggaran yang berkaitan dengan pernyataan pendaftaran dan pidana penjara paling lama 3 (tiga) tahun dan denda paling banyak Rp. 5.000.000.000,- (lima milyar rupiah).

Akan tetapi jika kita kaji lebih mendalam perihal batasan yang lebih jelas dan pasti mengenai pengertian dari informasi atau fakta material, tentunya tidak kita dapatkan didalam ketentuan Undang-Undang Pasar Modal maupun penjelasannya. Di satu sisi agar pengenaan sanksi administratif maupun sanksi pidana dapat dilaksanakan terhadap mereka yang melanggar ketentuan peraturan perundang-undangan, tentunya diperlukan pembuktian yang jelas demi terlaksananya kepastian hukum. Sementara itu di sisi lain pembuktian yang harus dilakukan memiliki keunikan tersendiri karena yang harus dibuktikan adalah perihal informasi dan fakta material, sehingga pembuktiannya cenderung sulit. Lain lagi jika dilihat dampak yang muncul akibat pelanggaran tersebut justru dapat berakibat fatal dan memberikan dampak yang luas terhadap kondisi perekonomian, baik secara nasional bahkan internasional.

Dampak nyatanya dapat berupa musnahnya dana tertentu dengan nilai yang sangat besar yang akan dialami oleh banyak orang dan banyak pihak yang

⁶¹ Indonesia, *Ibid.*, Pasal 102 ayat (2).

dirugikan. Efek lebih jauh lagi adalah turunnya kepercayaan masyarakat, dalam hal ini termasuk para investor terhadap kredibilitas pasar modal itu sendiri.

Pelanggaran lain yang terjadi dalam kegiatan pasar modal dalam bentuk penipuan, manipulasi pasar ataupun perdagangan orang dalam. Penipuan berupa membuat pernyataan yang tidak benar mengenai fakta material ataupun dengan tidak mengungkapkan fakta material. Hal ini dilakukan dengan tujuan menguntungkan diri sendiri atau pihak lain ataupun untuk menghindari kerugian bagi diri sendiri maupun orang lain, termasuk didalamnya untuk mempengaruhi pihak lain agar membeli ataupun menjual instrumen pasar modal. Hal ini dilakukan misalnya dengan memberikan gambaran bahwa suatu efek mengalami fluktuasi harga yang cukup tinggi.

Manipulasi pasar berupa dilakukannya serangkaian transaksi oleh pihak-pihak tertentu untuk menciptakan gambaran yang menyesatkan mengenai kondisi perdagangan instrumen pasar modal dan untuk memberikan gambaran harga efek yang tidak wajar ataupun membuat pernyataan dan keterangan yang tidak benar dan menyesatkan dengan maksud menguntungkan diri sendiri maupun pihak lain. Pola manipulasi pasar dapat berupa:⁶²

- a. Menyebarluaskan informasi palsu mengenai emiten dengan tujuan untuk mempengaruhi harga efek di bursa efek (*false information*);
- b. Menyebarluaskan informasi yang menyesatkan atau yang tidak lengkap (*misinformation*).

Perdagangan orang dalam (*Insider Trading*) adalah perdagangan yang dilakukan oleh komisaris, direktur atau pegawai emiten, pemegang saham utama, orang yang karena kedudukan, profesi dan hubungan usahannya dengan emiten, memungkinkan orang tersebut memperoleh informasi material terlebih dahulu dari orang dalam, yang belum tersedia untuk masyarakat umum dan masih bersifat rahasia. Seperti diketahui bersama bahwa perkembangan harga efek di pasar modal sangat dipengaruhi oleh peristiwa maupun informasi yang berkaitan secara langsung maupun tidak langsung dengan efek yang diperdagangkan. Informasi

⁶² Nasarudin dan Surya, *op. cit.*, hlm. 263.

yang diperoleh para investor menjadi acuan dalam pengambilan keputusan yang berkaitan dengan kegiatan perdagangan efek.

Semua sistem ekonomi mempunyai tujuan yang sama yaitu untuk menciptakan sistem perekonomian yang adil. Dalam Islam, keadilan diartikan dengan suka sama suka (*antarraddiminkum*) dan satu pihak tidak mendzalimi pihak lain (*latazlimuna wa la tuzlamun*). Hal ini sesuai dengan ketentuan yang diatur didalam Pasal 1320 Kitab Undang-undang Hukum Perdata mengenai kata sepakat.

Nilai tauhid dan keadilan akan menciptakan mekanisme pasar dengan sistem ekonomi dan iklim berinvestasi yang sehat. Negara berkewajiban untuk mengawasi para pelaku ekonomi agar dalam melakukan kegiatannya sesuai dengan ketentuan syariah sehingga sistem ekonomi dan iklim berinvestasi yang sehat tetap terjaga.

Berbeda dengan pemilik instrumen pasar modal konvensional yang mendapat keuntungan berdasarkan perhitungan bunga maka pembagian keuntungan bagi pemilik instrumen pasar modal syariah mempunyai karakteristik tersendiri, dimana pembagiannya didasarkan pada bagi hasil atas keuntungan yang diperoleh atau kerugian yang akan ditanggung bersama (*profit loss-sharing*). Islam mengajurkan agar usaha yang dilakukan adalah usaha yang baik dan halal, baik dari cara dan proses perolehannya maupun penggunaannya dengan tetap memperoleh keuntungan dari kegiatan usaha tersebut.

Akan tetapi harus diperhatikan bahwa yang dituju adalah pendekatan proses bukannya pendekatan hasil dengan tetap mengedepankan etika dalam melakukan usaha sesuai tuntunan syariah, sehingga hasil yang diperoleh berupa keuntungan yang bersifat material dan immaterial, keuntungan duniawi dan ukhrawi.

Jika kita hubungkan prinsip keterbukaan dengan berlakunya prinsip syariah dalam kegiatan pasar modal syariah, tentunya akan merupakan hal yang sangat penting yang akan mempengaruhi seorang muslim untuk ikut ambil bagian berinvestasi atas suatu produk pasar modal syariah. Berdasarkan informasi yang diberikan oleh emiten maupun pihak terkait akan merupakan bahan pertimbangan

bagi seorang investor untuk memilih produk pasar modal yang akan digunakan sebagai lahan berinvestasi.

Pelanggaran yang dilakukan oleh pelaku pasar modal maupun pihak terkait sudah seringkali terjadi, hal ini disebabkan oleh belum tegasnya penerapan sanksi bagi mereka yang melakukan pelanggaran. Disamping itu masih lemahnya sistem pengawasan yang dilakukan baik oleh pihak pengelola maupun pengawas bursa efek yang merupakan salah satu kewenangan dari Bapepam-LK. Lemahnya sistem pengawasan yang ada saat ini menyebabkan sulitnya mendeteksi lebih awal pelanggaran-pelanggaran yang terjadi, bahkan seringkali baru diketahui setelah menimbulkan dampak yang cukup luas.

Kedepannya apabila prinsip keterbukaannya tidak mendapat perhatian yang serius dari Bapepam-LK dikhawatirkan akan menimbulkan *distorsi* kepercayaan para investor terhadap kegiatan pasar modal. Bahkan tidak menutup kemungkinan bahwa mereka akan menarik dananya untuk dialihkan ke sektor investasi lainnya yang menurut pertimbangan lebih menguntungkan dan lebih aman.

2.4.2 Pembagian Keuntungan Efek Syariah *Mudharabah*

Perolehan keuntungan dalam kegiatan pasar modal syariah berbeda dengan keuntungan yang diperoleh dari kegiatan pasar modal konvensional. Pasar modal syariah lebih mengedepankan keadilan bagi para pihak dan mengacu kepada nilai-nilai yang terkandung didalam prinsip syariah. Hal ini disebabkan oleh perbedaan paradigma yang mendasari kegiatan pasar modal konvensional dengan paradigma yang mendasari kegiatan pasar modal syariah. Paradigma dalam kegiatan pasar modal konvensional bersifat sekuler, sama sekali tidak melibatkan urusan *ukhrawi* dalam kegiatannya. Sementara itu kegiatan pasar modal syariah dibangun dan didasari oleh prinsip-prinsip syariah yang tidak hanya berorientasi pada kehidupan sekarang yang bersifat duniawi, akan tetapi juga berorientasi pada kehidupan *ukhrawi*.

Kegiatan pasar modal syariah harus dikaitkan dengan keyakinan kepada Allah Swt. Hal ini mengandung pengertian bahwa seorang muslim harus memiliki nilai-nilai tauhid bahwa Allah Swt senantiasa mengawasi setiap tindakan yang

dilakukan oleh umatnya. Termasuk juga dalam melakukan kegiatan pasar modal syariah yang harus dilakukan sesuai dengan ajaran Islam. Kegiatan yang dilakukan harus memiliki dimensi duniawi dan *ukhrawi*. Allah Swt sangat menyukai umatnya yang pandai berniaga, memiliki etos kerja dan kemauan berusaha yang tinggi, tetap jujur menjalankan usahanya namun tetap memperoleh keuntungan yang diinginkan.

Islam menganjurkan agar usaha yang dilakukan adalah usaha yang baik dan halal, baik dari cara dan proses perolehannya maupun penggunaannya. Dalam Islam juga diperbolehkan untuk memperoleh keuntungan dari kegiatan ekonomi tersebut yang harus memenuhi persyaratan yang telah ditentukan dalam prinsip-prinsip syariah. Ajaran Islam lebih mengutamakan segi pendekatan proses perolehan keuntungan dan bukan menitikberatkan kepada keuntungan yang diterima, dengan tetap mengedepankan etika dalam melakukan usaha sesuai tuntunan syariah. Dengan berpegang pada koridor tersebut maka hasil yang diperoleh tidak hanya berupa keuntungan yang bersifat material akan tetapi akan diperoleh juga keuntungan yang bersifat immaterial, keuntungan duniawi dan *ukhrawi*.

Islam membolehkan (*mubah*) pengambilan keuntungan dalam kegiatan usaha yang harus dilakukan dengan cara yang benar yaitu tetap berpegang pada ketentuan Al-Qur'an dan Hadits. Pada dasarnya *bermuamalah* hukumnya *mubah* (*al-ashlu fii muamalah al-mubaha*), kecuali sesuatu yang dilarang (*haram*). Keuntungan yang diperoleh dalam kegiatan usaha dibagi berdasarkan perhitungan sistem bagi hasil yang berbeda jauh dengan sistem bunga. Jika kita telaah ada beberapa perbedaan mendasar antara sistem pembagian keuntungan berdasarkan bagi hasil dan bunga (Antonio, 2001):

Tabel 2. 2 Perbedaan Bunga dan Bagi Hasil

Bunga	Bagi Hasil
Penentuan bunga dibuat pada waktu akad dengan asumsi selalu untung;	Penentuan besarnya rasio/ <i>nisbah</i> bagi hasil dibuat pada waktu akad dengan berpedoman pada kemungkinan untung rugi;
Besarnya persentase berdasarkan pada	Besarnya rasio bagi hasil berdasarkan pada

jumlah uang (modal) yang dipinjamkan;	jumlah keuntungan yang diperoleh;
Pembayaran bunga tetap seperti yang dijanjikan tanpa mempertimbangkan apakah proyek yang dijalankan oleh pihak peminjam untung atau rugi;	Bagi hasil bergantung pada keuntungan proyek yang dijalankan dan bila usaha merugi maka kerugian akan ditanggung oleh kedua belah pihak;
Jumlah pembayaran bunga tidak meningkat sekalipun jumlah keuntungan berlipat atau keadaan ekonomi sedang membaik;	Jumlah pembagian keuntungan meningkat sesuai dengan peningkatan jumlah pendapatan;
Eksistensi bunga diragukan (dikecam) oleh semua agama.	Tidak ada yang meragukan keabsahan bagi hasil.

Larangan yang keras oleh seluruh agama samawi terhadap praktek kegiatan usaha yang berdasarkan bunga/*riba* merupakan hal yang wajar, karena seperti kita ketahui praktek *riba* merupakan perbuatan yang akan merugikan banyak pihak dan praktek *riba* antara lain akan menimbulkan hal-hal sebagai berikut:

1. Terjadinya eksploitasi dan pengingkaran terhadap hak-hak antara sesama manusia;
2. Terjadinya pengikisan harta antara kreditur dengan debitur;
3. Menghilangkan sifat tolong menolong;
4. Terciptanya mental malas bekerja dan pemboros.

Oleh karena itu pembagian hasil usaha dengan cara bagi hasil akan membawa *kemaslahatan* bagi semua pihak.

Pengertian *mudharabah* seperti yang telah dijelaskan diatas adalah salah satu bentuk akad yang dikenal di pasar modal syariah, berupa perjanjian kerjasama suatu usaha antara pihak yang menyediakan dana (*shahib al-maal, malik*, lembaga keuangan syariah) yang berjanji untuk menyerahkan dana kepada pihak pengelola dana (*mudharib*), sedangkan pihak pengelola dana (*mudharib*) berjanji untuk mengelola dana tersebut dan keuntungan usaha dibagi diantara mereka sesuai kesepakatan yang dituangkan dalam kontrak. Mengenai pembagian keuntungan *mudharabah* yang merupakan jumlah yang didapat sebagai kelebihan dari modal, yang dibagi berdasarkan kesepakatan para pihak diatur didalam fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor: 07/DSN-MUI/IV/2000 tentang Pembiayaan

Mudharabah (Qiradh). Putusan Kedua dalam fatwa tersebut diatas mengatur mengenai rukun dan syarat pembiayaan, dimana keuntungan harus memenuhi ketentuan sebagai berikut:

- (1) Harus diperuntukkan bagi kedua belah pihak dan tidak boleh disyaratkan hanya untuk satu pihak;
- (2) Bagian keuntungan proporsional bagi setiap pihak harus diketahui dan dinyatakan pada waktu kontrak disepakati dan harus dalam bentuk presentase (*nisbah*) dari keuntungan sesuai kesepakatan. Perubahan *nisbah* harus berdasarkan kesepakatan;
- (3) Penyedia dana menanggung semua kerugian akibat dari *mudharabah*, dan pengelola tidak boleh menanggung kerugian apapun kecuali diakibatkan dari kesalahan yang disengaja, kelalaian atau pelanggaran kesepakatan.

Berdasarkan ketentuan fatwa Dewan Syariah Nasional tergambar bahwa akad *mudharabah* adalah akad yang bersifat *amanah (yad al-amanah)* dimana didalamnya terlihat jelas adanya unsur *muamalah* karena diatur bahwa keuntungan yang diperoleh tidak boleh hanya dinikmati oleh salah satu pihak akan tetapi harus diperuntukkan bagi kedua belah pihak. Besarnya bagian masing-masing pihak atas keuntungan yang diperoleh juga harus dengan tegas dinyatakan pada saat kontrak disepakati yang harus dituangkan secara tertulis, melalui korespondensi ataupun dengan menggunakan alat komunikasi modern. Bagian masing-masing dituangkan dalam bentuk persentase (*nisbah*) sehingga jelas besarnya bagian dari masing-masing pihak dan jika terjadi perubahan besar *nisbah* harus dilakukan atas kesepakatan bersama, tidak boleh dilakukan oleh salah satu pihak saja.

Yang menjadi bahan pemikiran adalah ketentuan point (c) tersebut diatas, dimana penyedia dana (*shahib al-maal*) diwajibkan untuk menanggung semua kerugian akibat dari *mudharabah*, sedangkan pengelola tidak boleh menanggung kerugian apapun kecuali diakibatkan oleh kesalahan yang disengaja, kelalaian dan pelanggaran atas kesepakatan. Ketentuan ini tentunya akan mengurangi nilai *muamalah* dari perjanjian ini karena pembuktian mengenai unsur "kesengajaan" seringkali sulit untuk dibuktikan, demikian juga mengenai unsur "kelalaian". Akan lebih baik jika disepakati juga perihal besarnya kewajiban masing-masing

pihak atas kerugian yang timbul dari usaha tersebut seperti dalam akad *musyarakah*. Padahal seperti kita ketahui penyedia dana sama sekali tidak terlibat dalam manajemen usaha yang dibiayai olehnya dan tidak ada jaminan dari pengelola dana (*mudharib*). Bahkan jika penyedia dana melanggar kesepakatan dan tidak melakukan kewajibannya, pengelola dana berhak untuk mendapat ganti rugi atas biaya yang telah dikeluarkannya.

2.5. ANALISIS TERHADAP PERJANJIAN PERWALIAMANATAN *SUKUK MUDHARABAH I MAYORA INDAH TAHUN 2008*

2.5.1 Gambaran Umum Perjanjian

Jika kita melihat salah satu contoh perjanjian instrumen *sukuk* dengan akad *mudharabah*, dapat dilihat didalam Perjanjian Perwaliamanatan *Sukuk Mudharabah I Mayora Indah Tahun 2008* (Perjanjian). Perjanjian ini digunakan sebagai contoh dengan pertimbangan antara lain karena:

1. *Sukuk* merupakan inovasi baru dalam kegiatan ekonomi syariah yang bukan merupakan instrumen utang piutang dengan bunga akan tetapi merupakan instrumen investasi yang sudah menjadi *general funding* di beberapa negara.
2. Akad *mudharabah* adalah bentuk akad yang digunakan saat instrumen pasar modal syariah pertama diterbitkan di Indonesia.
3. Merupakan bentuk pendanaan yang paling sesuai untuk pendanaan dalam jumlah besar yang dapat digunakan untuk berbagai bidang investasi sehingga memberikan keleluasaan bagi pengelola dana (*mudharib/emiten*).

2.5.1.1 Gambaran Umum Para Pihak

Pihak yang terlibat dalam Perjanjian terdiri dari:

1. Penyedia dana atau pemegang *Sukuk Mudharabah* atau *Shahib al-maal* yaitu masyarakat yang melakukan investasi atas *Sukuk Mudharabah* sehingga berhak memperoleh manfaat pendapatan bagi hasil dari *Sukuk Mudharabah* yang dimilikinya. Seluruh *Sukuk Mudharabah* disimpan dan diadministrasikan dalam:
 - a. Rekening efek pada KSEI, atau

- b. Rekening efek pada KSEI melalui Bank Kustodian atau Perusahaan Efek.

Masyarakat disini berarti perorangan dan/atau badan hukum, baik Warga Negara Indonesia/Badan Indonesia maupun Warga Negara Asing/Badan Asing, baik yang bertempat tinggal/berkedudukan di Indonesia maupun yang bertempat tinggal/berkedudukan di luar negeri.

2. Emiten atau *Mudharib* berarti pihak yang melakukan Emisi dan pengelola usaha/modal, yang dalam hal ini adalah perusahaan perseroan PT. Mayora Indah Tbk, berkedudukan di kota Tangerang, beserta penerus, pengganti dan penerima hak dan kewajiban.
3. Wali amanat *sukuk* berkedudukan sebagai pihak yang mewakili kepentingan pemegang *Sukuk Mudharabah* adalah perusahaan perseroan PT. Bank Mandiri Tbk berkedudukan di Jakarta Selatan, para pengganti dan penerima hak dan kewajibannya, berdasarkan Perjanjian Perwaliamanatan *Sukuk Mudharabah*.
4. Agen Pembayaran yaitu KSEI beserta penerus, pengganti dan penerima hak dan kewajiban, yang ditunjuk Emiten dengan perjanjian tertulis yang berkewajiban membantu pelaksanaan pembayaran Pendapatan Bagi Hasil dan/atau pembayaran kembali Dana *Sukuk Mudharabah* untuk dan atas nama Emiten sebagaimana diatur dalam Perjanjian Agen Pembayaran, dengan memperhatikan ketentuan yang diatur dalam Perjanjian Perwaliamanatan *Sukuk Mudharabah*.

KSEI berarti PT. Kustodian Sentral Efek Indonesia, berkedudukan di Jakarta beserta penerus, pengganti dan penerima hak dan kewajibannya yang menjalankan kegiatan usaha sebagai Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian sebagaimana didefinisikan dalam Undang-Undang Pasar Modal yang dalam Emisi bertugas sebagai Agen Pembayaran berdasarkan Perjanjian Agen Pembayaran dan mengadministrasikan *Sukuk Mudharabah* berdasarkan Perjanjian Pendaftaran *Sukuk Mudharabah* di KSEI.

5. Bank Kustodian yaitu bank umum yang telah memperoleh persetujuan Bapepam dan Bapepam-LK untuk melakukan kegiatan usaha sebagai Kustodian sebagaimana dimaksud dalam Undang-Undang Pasar Modal.

Kustodian berarti pihak yang memberi jasa penitipan *Sukuk Mudharabah* dan harta yang berkaitan dengan *Sukuk Mudharabah* serta jasa lainnya termasuk menerima Pendapatan Bagi Hasil dan hak-hak lain, menyelesaikan transaksi efek dan mewakili Pemegang Rekening yang menjadi nasabahnya sesuai dengan ketentuan Undang-Undang Pasar Modal, yang meliputi KSEI, Perusahaan Efek dan Bank Kustodian.

Pemegang Rekening berarti pihak yang namanya tercatat sebagai pemilik Rekening Efek di KSEI yang meliputi Bank Kustodian dan/atau Perusahaan Efek dan/atau pihak lain yang disetujui oleh KSEI dengan memperhatikan peraturan perundang-undangan di bidang Pasar Modal.

6. Perusahaan Efek berarti pihak yang melakukan kegiatan usaha sebagai Penjamin Emisi Efek, Perantara Pedagang Efek dan/atau Manajer Investasi sebagaimana dimaksud dalam Undang-Undang Pasar Modal.

Penjamin Emisi Efek berarti pihak-pihak yang membuat kontrak dengan Emiten untuk melakukan Penawaran Umum atas nama Emiten dan melakukan pembayaran kepada Emiten, yang ditunjuk oleh Emiten berdasarkan Perjanjian Penjaminan Emisi Efek yang dalam hal ini adalah PT. Danareksa Sekuritas, PT. Mega Capital Indonesia, PT. Indo Mitra Securities dan PT. Asia Kapitalindo Securities Tbk.

Pada saat *sukuk* diterbitkan yang terlibat hanya 3 (tiga) pihak yaitu: Penyedia dana (*shahib al-maal*), Emiten (*mudharib*) yaitu PT. Mayora Indah Tbk dan Wali Amanat yaitu PT. Bank Mandiri Tbk sebagai *Special Purpose Vehicle*.

2.5.1.2 Isi Perjanjian

Perjanjian *mudharabah* dalam contoh kasus diartikan sebagai perjanjian (*akad*) dimana pihak yang menyediakan dana (*Shahib al-maal*) berjanji kepada pengelola usaha (*mudharib*) untuk menyerahkan modal dan pengelola usaha (*mudharib*) berjanji untuk mengelola modal tersebut. Pemegang *Sukuk Mudharabah* atau *Shahib al-maal* berarti masyarakat yang melakukan investasi atas *Sukuk Mudharabah* sehingga berhak memperoleh manfaat pendapatan bagi hasil dari *Sukuk Mudharabah* yang dimilikinya, seluruh *Sukuk Mudharabah* disimpan dan diadministrasikan dalam:

- a. Rekening efek pada KSEI, atau
- b. Rekening efek pada KSEI melalui Bank Kustodian atau Perusahaan Efek.

Secara sistematis Perjanjian Perwaliamanatan *Sukuk Mudharabah I* Mayora Indah Tahun 2008 mengatur hal-hal sebagai berikut:

1. Pasal 1 Perihal: Definisi

Yang menjelaskan tentang pengertian dan kata-kata yang digunakan didalam perjanjian;

2. Pasal 2 Perihal: Penggunaan Dana Hasil Penawaran Umum *Sukuk Mudharabah*

Perihal Penggunaan Dana Hasil Penawaran Umum *Sukuk Mudharabah* sebagaimana yang diatur didalam Pasal 2 Perjanjian Hasil Penawaran Umum *Sukuk Mudharabah*, dimana seluruh dana yang ada setelah dikurangi biaya-biaya emisi akan dipergunakan untuk:

1. Sekitar 50% (lima puluh persen) untuk menambah biaya modal (*capital expenditure*), khususnya untuk penambahan kapasitas produksi maupun nilai dan kualitas produk dalam bentuk pembelian mesin-mesin pada divisi biskuit;
2. Sekitar 50% (lima puluh persen) untuk modal kerja yaitu pembelian bahan baku, bahan pembungkus, biaya tenaga kerja dan biaya *over head* di pabrik.

Sesuai dengan Surat Edaran yang diterbitkan oleh Bapepam-LK Nomor: SE-05/BL/2006 tanggal 29 September 2006 tentang keterbukaan informasi mengenai biaya yang dikeluarkan dalam rangka penawaran umum, biaya yang dikeluarkan oleh PT. Mayora Indah Tbk merupakan persentase dari nilai dana *Sukuk Mudharabah* yang meliputi:

1. Imbalan jasa untuk penjaminan (*underwriting fee*), jasa penjualan (*selling fee*) dan jasa penyelenggaraan (*management fee*) sekitar 0,50% (nol koma lima puluh persen);
2. Imbalan jasa Akuntan sekitar 0,075% (nol koma nol tujuh puluh lima persen);

3. Imbalan jasa Konsultan Hukum sekitar 0,102% (nol koma seratus dua persen);
4. Imbalan jasa Notaris sekitar 0,03% (nol koma nol tiga persen);
5. Imbalan jasa Wali Amanat sekitar 0,025% (nol koma nol dua lima persen);
6. Biaya percetakan, iklan, acara paparan ke publik dan *due diligence meeting* serta biaya emisi lainnya sekitar 0,38% (nol koma tiga puluh delapan persen);

dan perubahannya jika ada yang ditentukan dalam *Prospektus*.

3. Pasal 3 Perihal: Penunjukan Tugas, Hak dan Kewajiban serta Berhentinya Wali Amanat *Sukuk* PT. Bank Mandiri Tbk ditunjuk oleh Emiten yaitu PT. Mayora Indah Tbk sebagai Wali Amanat *Sukuk*. Hal ini akan menimbulkan keraguan perihal independensi pelaksanaan tugas dari Wali Amanat yang semestinya mewakili kepentingan Pemegang *Sukuk Mudharabah* dan akan lebih baik jika Wali Amanat ditunjuk oleh para Pemegang *Sukuk Mudharabah*.
4. Pasal 4 Perihal: Imbalan Jasa Wali Amanat *Sukuk* Imbalan jasa bagi Wali Amanat *Sukuk* akan dibayarkan oleh Emiten, yang tentunya akan lebih meragukan lagi kinerja Wali Amanat selaku wakil para Pemegang *Sukuk Mudharabah*.
5. Pasal 5 Perihal: Syarat-Syarat *Sukuk* Didalamnya antara lain diatur mengenai:
 1. Nama *sukuk* yang akan diterbitkan yaitu *Sukuk Mudharabah I* Mayora Indah;
 2. Besarnya dana *sukuk* yang akan dikeluarkan yaitu sebesar Rp. 200.000.000.000,00 (dua ratus milyar rupiah);
 3. Tanggal jatuh tempo *sukuk* yaitu pada tanggal 5 Mei 2013;
 4. Bukti kepemilikan *sukuk*;
 5. Pendaftaran *Sukuk Mudharabah* di KSEI;
 6. Penarikan *Sukuk Mudharabah* yang hanya dapat dilakukan jika terjadi pembatalan pendaftaran *Sukuk Mudharabah* di KSEI atas permintaan Emiten atau Wali Amanat *Sukuk*. Semestinya penarikan *Sukuk*

Mudharabah harus berdasarkan kesepakatan kedua belah pihak dan kata "atau" mengandung pengertian bahwa penarikan *Sukuk Mudharabah* dimungkinkan untuk dilakukan oleh salah satu pihak;

7. Pengalihan Hak atas *Sukuk* dilakukan dengan pemindahbukuan *Sukuk Mudharabah* dari satu Rekening ke Rekening lainnya karena Pemegang Rekening adalah Pemegang *Sukuk Mudharabah* yang sah baik untuk menerima pembayaran Pendapatan Bagi Hasil, menerima pembayaran kembali Dana *Sukuk Mudharabah* disaat jatuh tempo ataupun menerima hak-hak lainnya yang berhubungan dengan *Sukuk*.
8. Satuan Perdagangan *Sukuk* di Bursa Efek dilakukan dengan nilai sebesar Rp. 5.000.000,00 (lima juta rupiah) dan kelipatannya atau dengan nilai sebagaimana ditentukan dalam peraturan Bursa Efek dan/atau Perjanjian yang ditandatangani oleh Emiten dan Bursa Efek;
9. Besarnya Pendapatan Bagi Hasil yaitu 55% untuk Pemegang *Sukuk* dan 45% untuk Emiten, dan Tanggal Pembayaran yang dilakukan secara periodik setiap 3 (tiga) bulan sejak tanggal emisi;
10. Pembayaran Kembali Dana *Sukuk Mudharabah* adalah pada tanggal 5 Juni 2013.
11. Kompensasi Kerugian Akibat Keterlambatan Pembayaran Pendapatan Bagi Hasil sebesar Rp 2.864.583,00 (dua juta delapan ratus enam puluh empat ribu lima ratus delapan puluh tiga rupiah) per hari dan/atau Pembayaran kembali Dana *Sukuk Mudharabah* sebesar Rp 83.333.333,00 (delapan puluh tiga juta tiga ratus tiga puluh tiga ribu tiga ratus tiga puluh tiga rupiah) per hari, yang dibagi secara prorata berdasarkan kepemilikan *Sukuk Mudharabah*. Hal ini sesuai dengan ketentuan yang diatur oleh fatwa Dewan Syariah Nasional tentang pembiayaan *Mudharabah (Qiradh)* dalam putusan Ketiga Perihal beberapa Ketentuan Hukum Pembiayaan bahwa pada dasarnya dalam *Mudharabah* tidak dikenal ganti rugi karena akad *Mudharabah* merupakan akad yang bersifat amanah (*yad al-amanah*), akan tetapi penulis sendiri kurang menyetujui diberlakukannya ketentuan ini jika

dikaitkan dengan sulitnya pembuktian atas unsur kesalahan yang disengaja ataupun unsur kelalaian.

12. Pembelian Kembali (*buy back*) sebagian atau seluruh *Sukuk Mudharabah* dapat dilakukan oleh Emiten setelah 1 (satu) tahun sejak Tanggal Emisi, sebelum Tanggal pembayaran kembali Dana *Sukuk*.

6. Pasal 6 Perihal: Pembatasan-Pembatasan dan Kewajiban-Kewajiban Emiten. Pembatasan bagi emiten antara lain pembatasan berupa larangan untuk menjaminkan, menggadaikan dan/atau mengagunkan baik sebagian maupun seluruh harta dan/atau pendapatan Anak Perusahaan, memberikan jaminan kepada pihak lain yang akan membebani harta kekayaan Emiten, memberikan piutang, pinjaman atau kredit, menjual, mengalihkan, memindahkan atau mengurangi sebagian atau seluruh aktiva tetap produksi dan pendukung produksi Emiten atau mengizinkan Anak Perusahaan untuk melakukan hal tersebut, mengeluarkan instrumen utang lain yang mempunyai kedudukan yang lebih tinggi dari *Sukuk Mudharabah* ini, mengurangi modal dasar, modal ditempatkan dan modal disetor, melakukan penggabungan usaha, peleburan usaha dan/atau pengambilalihan usaha atau mengizinkan Anak Perusahaan untuk melakukan hal tersebut, kecuali atas permintaan pemerintah sesuai dengan ketentuan undang-undang yang berlaku, mengadakan perubahan bidang usaha dan mengurangi kepemilikan yang lebih rendah dari 51% (lima puluh satu persen). Pembatasan bagi Emiten bertujuan untuk mencegah timbulnya akibat dimana tidak terpenuhinya kewajiban Emiten terhadap *Sukuk Mudharabah* yang diterbitkan dan kewajiban yang diatur juga dengan tujuan terpenuhinya semua ketentuan dalam Perjanjian.
7. Pasal 7 Perihal: Kuasa Pemegang *Sukuk Mudharabah* kepada Wali Amanat *Sukuk*
8. Pasal 8 Perihal: Pernyataan Wali Amanat *Sukuk*
Pernyataan ini berhubungan dengan kedudukan Wali Amanat sebagai wakil para pemegang *Sukuk* yang akan bertindak untuk kepentingan Pemegang *Sukuk*.

9. Pasal 9 Perihal: Kelalaian Emiten
Kelalaian Emiten yang menyebabkan keadaan pailit yang telah mempunyai kekuatan hukum tetap maka *Sukuk Mudharabah* menjadi jatuh tempo dan wajib ditagih seketika oleh Wali Amanat untuk kepentingan Pemegang *Sukuk Mudharabah* tanpa dilakukan Rapat Umum Pemegang *Sukuk Mudharabah*, sedangkan apabila kelalaian disebabkan oleh keadaan terpaksa maka akan diadakan Rapat Umum Pemegang *Sukuk Mudharabah* sesuai ketentuan perundang-undangan yang berlaku.
10. Pasal 10 Perihal: Rapat Umum Pemegang *Sukuk Mudharabah*
Yang dilakukan sesuai dengan ketentuan Undang-Undang Pasar Modal dan peraturan perundang-undangan lainnya.
11. Pasal 11 Perihal: Jaminan
Tidak ada jaminan khusus untuk instrumen ini akan tetapi seluruh harta kekayaan Emiten baik barang bergerak maupun tidak bergerak, baik yang telah ada maupun yang akan ada dikemudian hari menjadi jaminan bagi Pemegang *Sukuk Mudharabah*, hal ini sesuai dengan ketentuan Pasal 1131 dan Pasal 1132 Kitab Undang-undang Hukum Perdata. Hak para Pemegang *Sukuk Mudharabah* adalah Paripasu (secara proporsional sesuai jumlah *Sukuk* yang dimiliki) tanpa hak *preferen*, kecuali hak kreditur yang dijamin secara khusus dengan kekayaan Emiten.
12. Pasal 12 Perihal: Kelalaian Wali Amanat *Sukuk*
Jika Wali Amanat lalai menjalankan kewajibannya maka berlaku ketentuan Pasal 1267 Kitab Undang-undang Hukum Perdata, kecuali jika diminta pembatalan atas Perjanjian Perwaliamanatan *Sukuk Mudharabah*.
13. Pasal 13 Perihal: Pernyataan Emiten
Didalam Pasal ini dicantumkan pernyataan Emiten yang ditujukan kepada Wali Amanat *Sukuk* dan Pemegang *Sukuk Mudharabah* antara lain mengenai Emiten sendiri, susunan anggota Komisaris dan Direksi, kebenaran keterangan dalam *Prospektus*, Emiten telah mendapatkan izin untuk menjalankan usaha, Emiten tidak tersangkut perkara, penerbitan *Sukuk* yang sesuai dengan anggaran dasar Emiten dan peraturan perundang-undangan, tidak mempunyai hubungan afiliasi dengan Wali Amanat dan terpenuhinya

Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal yang berkaitan dengan *Sukuk Mudharabah*.

14. Pasal 14 Perihal: Pemberitahuan antara lain berisi alamat Emiten dan penyelesaian perselisihan.

Beberapa hal yang patut menjadi perhatian adalah:

1. Ketentuan yang diatur didalam Pasal 1 angka 46 Perjanjian dimana diatur bahwa Perjanjian Perwaliamanatan menggunakan Tingkat Bunga Tetap, padahal dalam kegiatan ekonomi Islam kata bunga yang mempunyai pengertian yang sama dengan *riba* sangat dilarang bahkan diharamkan karena akibat yang ditimbulkannya sangat merugikan banyak pihak.
2. Wewenang penunjukan Wali Amanat yang diberikan kepada Emiten (Pasal 3 Perjanjian) akan menimbulkan keraguan pada kinerja Wali Amanat yang berkedudukan untuk mewakili para Pemegang *Sukuk Mudharabah*, ditambah lagi beban imbalan jasa bagi Wali Amanat yang diperjanjikan akan dibayar oleh Emiten.
3. Proses penarikan *Sukuk Mudharabah* yang diatur didalam Pasal 5 angka 6 yang dapat dilakukan baik oleh Emiten ataupun Wali Amanat akan membuka peluang terjadinya konflik dan akan lebih baik jika dilakukan atas kesepakatan para pihak.
4. Lemahnya pembuktian atas unsur lalai yang dilakukan oleh Emiten sebagaimana yang diatur didalam Pasal 3 Perjanjian tentunya perlu ditinjau kembali beberapa isi pasal yang cenderung merugikan *shahib al-maal*.
5. Yang paling membingungkan adalah ketentuan yang diatur didalam Pasal 6, dimana didalamnya diatur perihal kewajiban Emiten yang salah satunya mengatur bahwa pemeriksaan yang dilakukan oleh Wali Amanat ataupun pihak yang ditunjuk oleh Wali Amanat harus dilakukan dengan menyampaikan pemberitahuan secara tertulis terlebih dahulu kepada Emiten, selambat-lambatnya 2 (dua) hari kerja sebelumnya. Tentu saja hal ini akan menimbulkan pertanyaan mengenai implementasi dari prinsip keterbukaan yang merupakan prinsip mutlak di bidang pasar modal karena akan membuka peluang disajikannya laporan yang tidak benar dan tidak tepat.

6. Kaburnya pelaksanaan prinsip transparansi yang merupakan prinsip *Good Corporate Governance* yang dilakukan oleh Emiten tentunya akan berpengaruh pada Laporan Keuangan yang disampaikan dan kemungkinan besar terjadinya pelaporan perihal laba perusahaan yang tidak sesuai dengan kondisi sesungguhnya, akan terjadi. Tentunya hal inipun akan merugikan pihak *shahib al-maal*.

Jika dilihat bidang usaha yang dijalankan oleh PT. Mayora Indah Tbk tidak termasuk dalam kegiatan yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah karena bidang usaha yang diperjanjikan dalam contoh kasus adalah industri makanan berbentuk biskuit (Pasal 3 Fatwa DSN-MUI Nomor: 40/DSN-MUI/X/2003).

Instrumen efek yang dihasilkan PT. Mayora Indah Tbk dapat dimasukkan kedalam jenis instrumen efek syariah yang diatur didalam Pasal 4 fatwa DSN-MUI Nomor 40/DSN-MUI/X/2008, yang tidak termasuk transaksi yang dilarang oleh ketentuan dalam Pasal 5 fatwa DSN-MUI Nomor: 40/DSN-MUI/X/2003.

Berdasarkan uraian diatas terlihat ada beberapa hal yang masih harus menjadi perhatian dari isi perjanjian dalam contoh kasus karena seperti kita ketahui seorang karyawan Notaris biasanya membuat perjanjian dilakukan dengan sistem *copy* dan *paste* yang lazim dilakukan di setiap kantor Notaris. Hal ini patut menjadi perhatian serius seorang Notaris yang merupakan salah satu profesi penunjang pasar modal dan mempunyai kedudukan sebagai pejabat umum yang mempunyai tanggungjawab yang cukup besar. Notaris sebagai pejabat umum berwenang untuk membuat akta autentik yang pada hakekatnya memuat kebenaran formal dan harus sesuai dengan ketentuan peraturan perundang-undangan dalam rangka menciptakan kepastian, ketertiban dan perlindungan hukum bagi semua pihak⁶³.

2.5.2 Perjanjian Perwaliamanatan dalam *Sukuk*

Kegiatan pasar modal syariah di Indonesia mempunyai dasar hukum yang sama dengan pasar modal umumnya yang mengacu pada ketentuan Undang-

⁶³ Indonesia, *Undang-Undang Jabatan Notaris*, UU No. 30 tahun 2004, LN No. 117 tahun 2004, TLN No. 4432, ps. 1 ayat (1).

Undang Pasar Modal, yang membedakan adalah ketentuan bahwa pasar modal syariah juga berpegang pada prinsip-prinsip syariah. Demikian juga ketentuan perwaliamanatan yang mengacu pada Pasal 50- Pasal 54 Undang-Undang Pasar Modal. Pengertian wali amanat sendiri diatur didalam Ketentuan Umum Undang-Undang Pasar Modal Pasal 1 Angka 30 dimana dinyatakan bahwa: "Wali Amanat adalah pihak yang mewakili kepentingan pemegang efek yang bersifat utang".

Kegiatan usaha sebagai wali amanat dapat dilakukan oleh bank umum ataupun pihak lain yang ditetapkan oleh Peraturan Pemerintah, yang harus terdaftar terlebih dahulu di Bapepam-LK. Jasa wali amanat diperlukan pada saat munculnya instrumen obligasi/*sukuk* berkedudukan sebagai pihak yang mewakili kepentingan pemegang efek, dalam hal ini *Shahib al-maal*. Jasa ini diperlukan karena posisi para pemegang obligasi yang tersebar luas dan untuk mengurus segala sesuatu yang berhubungan dengan instrumen tersebut maka dibentuk perwaliamanatan.

Yang perlu diperhatikan bahwa wali amanat dilarang mempunyai hubungan afiliasi dengan *Shahib al-maal*, kecuali hubungan yang terjadi karena kepemilikan dan/atau penyertaan modal pemerintah, mewakili pemegang efek baik didalam maupun diluar pengadilan, dilarang mempunyai hubungan kredit dengan *Shahib al-maal* dalam jumlah sebagaimana diatur dalam ketentuan Bapepam-LK yang dapat menimbulkan benturan kepentingan dan pengguna jasa wali amanat ditentukan dalam peraturan Bapepam-LK.

Afiliasi berarti (Pasal 1 angka 1 Perjanjian):

- a. hubungan keluarga karena perkawinan dan keturunan sampai derajat kedua, baik secara horizontal maupun vertikal;
- b. hubungan antara Pihak dengan pegawai, direktur atau komisaris dari Pihak tersebut;
- c. hubungan antara 2 (dua) perusahaan dimana terdapat 1 (satu) atau lebih anggota direksi atau komisaris yang sama;
- d. hubungan antara perusahaan dan Pihak, baik langsung maupun tidak langsung, mengendalikan atau dikendalikan oleh perusahaan tersebut;
- e. hubungan antara 2 (dua) perusahaan yang dikendalikan baik langsung maupun tidak langsung oleh Pihak yang sama; atau

f. hubungan antara perusahaan dan pemegang saham utama.

Terlihat jelas bahwa posisi wali amanat sama dengan posisi *Shahib al-maal* yang mewakili dan melindungi kepentingan *Shahib al-maal* yang mulai berlaku sejak efek tersebut dialokasikan kepada para *Shahib al-maal*. Dimana tugas pokok Wali Amanat *Sukuk* adalah mewakili kepentingan Pemegang *Sukuk Mudharabah* baik didalam maupun diluar pengadilan dalam melakukan tindakan hukum yang berkaitan dengan hak dan kewajiban Pemegang *Sukuk Mudharabah* sesuai dengan syarat-syarat Emisi, dengan memperhatikan ketentuan-ketentuan yang tercantum dalam Perjanjian Perwaliamanatan *Sukuk Mudharabah* serta berdasarkan peraturan perundang-undangan yang berlaku di Negara Republik Indonesia khususnya peraturan di bidang Pasar Modal dan ketentuan/peraturan KSEI mengenai *Sukuk Mudharabah*.

2.5.3 Analisis Prinsip Transparansi

Seperti telah diuraikan sebelumnya bahwa prinsip transparansi adalah prinsip mutlak yang harus dilakukan oleh pelaku pasar modal dengan tujuan dasar untuk melindungi para investor, yang dalam kasus adalah untuk melindungi para pemegang *sukuk mudharabah*. Pemberian perlindungan bagi para investor terhadap praktek kejahatan dan pelanggaran pasar modal adalah gambaran dari pasar modal yang adil, teratur dan efisien. Jika melihat ketentuan-ketentuan didalam pasal-pasal yang tercantum dalam contoh kasus, sudah jelas mengenai kewajiban-kewajiban yang harus dilakukan oleh PT. Mayora Indah Tbk selaku *mudharib* yang jika kita analisa terdapat beberapa hal yang harus diperhatikan, antara lain:

1. Kewajiban untuk menjalankan usaha dengan sebaik-baiknya dan secara efisien dan tidak bertentangan dengan praktek-praktek kegiatan usaha yang umum (Pasal 6 Angka 2 huruf d)

Kewajiban PT. Mayora Indah Tbk sebagaimana diatur dalam pasal diatas bersifat sumir dan tidak jelas karena acuan dari suatu usaha yang baik dan efisien tidak secara transparan diatur dalam perjanjian. Demikian juga perihal kalimat ” tidak bertentangan dengan kegiatan usaha yang umum”, kecuali jika benar-benar perjanjian ini mengacu pada prinsip-prinsip syariah

yang telah digariskan, maka akan lebih jelas batasan mengenai bidang usaha yang dimaksud.

2. Memelihara sistem akuntansi dan pengawasan biaya sesuai dengan pernyataan Standar Akuntansi Keuangan dan memelihara buku-buku dan catatan-catatan lain yang cukup untuk menggambarkan dengan tepat keadaan keuangan PT. Mayora Indah Tbk dan hasil operasinya sesuai dengan prinsip-prinsip akuntansi yang secara umum diterima di Indonesia dan diterapkan secara terus menerus (Pasal 6 Angka 2 huruf e). Kewajiban ini tentunya akan sulit untuk diawasi karena diperlukan waktu yang tidak sedikit untuk melakukan pengawasan terhadap sistem akuntansi dan penggunaan biaya dari suatu perusahaan, apalagi jika kewajiban ini harus dilakukan secara terus menerus. Untuk itu perlu diingat perihal peran akuntan yang merupakan salah satu profesi penunjang pasar modal karena kualitas dari laporan keuangan yang dikeluarkan oleh PT. Mayora Indah Tbk sangat ditentukan oleh kualitas dari akuntan publik tersebut. Profesi akuntan adalah profesi khusus yang memerlukan pengetahuan tersendiri. Salah satunya adalah keahlian untuk memeriksa keuangan dari suatu perusahaan. Tapi yang harus diingat bahwa profesi yang ia jalankan dibayar oleh perusahaan yang berkepentingan sehingga perlu diperhatikan mengenai objektivitas dan independensi dari akuntan itu sendiri.
3. Segera memberitahukan kepada PT. Bank Mandiri Tbk keterangan-keterangan tentang setiap kejadian atau keadaan yang dapat mempunyai pengaruh penting atau buruk atas usaha-usaha atau operasi emiten (Pasal 6 Angka 2 huruf f).

Kata "segera" juga mengandung pengertian yang tidak begitu jelas karena dengan perkembangan teknologi informasi yang semakin canggih seharusnya akan lebih memudahkan dan semakin cepatnya informasi disampaikan kepada pihak lain. Dalam praktek kenyataannya justru seringkali informasi penting disembunyikan dengan tujuan untuk menguntungkan pihak emiten maupun pihak lain. Akan tetapi dengan penerapan sanksi yang cukup berat tentunya akan menjadi bahan

pertimbangan bagi mereka yang berniat untuk melakukan kejahatan maupun penipuan di bidang pasar modal.

4. Pemberian ijin kepada wali amanat (PT. Bank Mandiri Tbk) untuk setiap saat melakukan pemeriksaan dengan pemberitahuan sebelumnya secara tertulis kepada PT. Mayora Indah Tbk, selambat-lambatnya 2 (dua) hari kerja sebelum pemeriksaan merupakan hal yang tidak adil, karena dalam kurun waktu 2 (dua) hari tersebut tidak menutup kemungkinan disiapkannya laporan ataupun catatan yang tidak sesuai dengan kondisi yang sebenarnya.
5. Kewajiban untuk memelihara kekayaan dan mengasuransikannya harta kekayaan yang dimiliki PT. Mayora Indah Tbk, juga patut diperhatikan dengan melihat belum begitu memasyarakatnya kesadaran untuk berasuransi dalam masyarakat kita.

Secara umum telah digariskan kewajiban PT. Mayora Indah Tbk sebagai Emiten atas laporan yang diperlukan dalam pengambilan keputusan bagi *Shahib al-maal* berkaitan dengan efek yang dimiliki. Akan tetapi yang harus lebih diperhatikan adalah kebenaran dan transparansi dari laporan ataupun keterangan itu sendiri. Disamping itu berdasarkan laporan keuangan yang dibuat oleh PT. Mayora Indah Tbk tersebut diperhitungkan pendapatan bagi hasil untuk *Shahib al-maal*. Besar kemungkinan terjadinya pelanggaran dengan maksud untuk menguntungkan PT. Mayora Indah Tbk, sehingga sekalipun telah diatur perihal *nisbah* dari masing-masing pihak akan tetapi sesungguhnya terjadi penipuan didalamnya. Menurut Pasal 90 huruf c Undang-Undang Pasar Modal dapat dimasukkan sebagai penipuan dalam hal membuat pernyataan yang tidak benar mengenai fakta material atau tidak mengungkapkan fakta material dengan maksud untuk menguntungkan atau menghindari kerugian untuk diri sendiri maupun pihak lain untuk membeli ataupun menjual efek. Dan bagi mereka yang melakukan penipuan sebagaimana diatur dalam Pasal 90 huruf c tersebut diancam hukuman penjara paling lama 10 (sepuluh) tahun dan denda maksimal Rp 15.000.000.000,00 ,- (lima belas milyar rupiah). Sanksi ini juga dikenakan bagi mereka yang turut serta melakukan pelanggaran tersebut. Pengenaan sanksi yang cukup berat ini disebabkan karena akibat yang ditimbulkan oleh penipuan di

bidang pasar modal juga memberikan dampak yang tidak sedikit yaitu musnahnya dana yang jumlahnya cukup besar dan juga jumlah korban yang tidak sedikit.

Hal-hal yang perlu diperhatikan diatas adalah hal-hal yang berkaitan erat dengan besarnya pendapatan bagi hasil yang akan diterima oleh para pemegang *sukuk*, karena seperti kita ketahui transparansi dari seluruh pelaporan dan catatan yang berkaitan dengan kegiatan usaha menjadi gambaran seberapa besar bagi hasil yang akan diterima oleh pemegang *sukuk mudharabah*

2.5.4 Analisis Terhadap Pembagian Keuntungan

Dalam sistematika yang diatur didalam Perjanjian, ketentuan mengenai pembagian keuntungan *sukuk mudharabah* dapat dilihat didalam Pasal 1 dan Pasal 5 Perjanjian. Dalam Pasal 1 angka 46 dinyatakan bahwa Perjanjian Perwaliamanatan Obligasi Mayora Indah III Tahun 2008 dengan tingkat bunga tetap. Seperti telah dijelaskan sebelumnya Islam sangat mengharamkan bunga yang mempunyai pengertian sama dengan *riba*, walaupun dalam ketentuan lainnya diatur mengenai bagi hasil (Pasal 1 angka 35 dan angka 36) yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah, hal ini dikhawatirkan akan menimbulkan kerancuan bagi para investor (*shahib al-maal*).

Ketentuan Pasal 5 ayat (9) mengatur bahwa besarnya *nisbah* bagi pemegang *sukuk* sebesar 55% sedangkan yang diterima oleh PT. Mayora Indah Tbk sebesar 45%. Jika melihat pada prinsip syariah kaum ulama Hanafiyah bahwa rukun akad yaitu *ijab kabul* maka dimungkinkan tidak terlanggarnya rukun akad karena tentunya sebagai wakil dari *shahib al-maal* PT. Bank Mandiri Tbk juga mempunyai kewajiban untuk memperhatikan besarnya *nisbah* dari pihak yang diwakili. Dengan kewajiban dari *mudharib* yang cukup beragam, tentunya *nisbah* yang diterima olehnya sesuai dengan kewajiban yang harus dijalankan, asalkan usaha dimaksud dijalankan dengan sungguh-sungguh dan sesuai dengan prinsip-prinsip syariah yang menjadi dasar perjanjian.

Pengertian Pendapatan Bagi Hasil adalah bagian dari pendapatan yang dibagikan yang menjadi hak dan harus dibayarkan oleh Emiten kepada

pemegang *sukuk* pada tanggal pembayaran Pendapatan Bagi Hasil yang dihitung berdasarkan perkalian antara *Nisbah* Pemegang *Sukuk* dengan Pendapatan Yang Dibagihasilkan yang perhitungannya didasarkan pada informasi dari Emiten kepada Wali Amanat *Sukuk* tentang uraian dari perhitungan Pendapatan Bagi Hasil berdasarkan pelaksanaan Kontrak Penjualan, yang mencakup antara lain nilai Kontrak Penjualan, Harga Pokok Penjualan, *Gross Profit* dan *Nisbah* bagi hasil, dengan tata cara pembayaran yang telah disepakati, pada Tanggal Pembayaran Pendapatan Bagi Hasil (Pasal 1 angka 35 Perjanjian).

1. Pendapatan Yang Dibagihasilkan berarti *Gross Profit* atau Laba Kotor yaitu Kontrak Penjualan dikurangi Harga Pokok Penjualan.
2. Kontrak Penjualan adalah kontrak penjualan antara PT. Mayora Indah Tbk dengan PT. Inbisco Niagatama Semesta Nomor: 001/III/MI-IBN/08 tanggal 31 Maret 2008.
3. Harga Pokok Penjualan berarti jumlah biaya yang telah dikeluarkan oleh PT. Mayora Indah Tbk dalam menghasilkan produk-produk biskuit yang dijual dalam Kontrak Penjualan dalam satu Periode Perhitungan.
4. *Gross Profit* atau Laba Kotor berarti nilai Kontrak Penjualan dikurangi dengan Harga Pokok Penjualan.
5. *Nisbah* berarti besarnya bagian keuntungan masing-masing pihak dan wajib dituangkan secara tertulis dalam bentuk persentase yaitu 55% untuk pemegang *sukuk* dan 45% untuk PT. Mayora Indah Tbk.
6. Tanggal Pembayaran Pendapatan Bagi Hasil berarti tanggal-tanggal saat mana Pendapatan Bagi Hasil menjadi jatuh tempo dan wajib dibayar kepada Pemegang *Sukuk Mudharabah* yang namanya tercantum dalam Daftar pemegang rekening melalui Agen Pembayaran dan dengan memperhatikan ketentuan dalam Pasal 7 Perjanjian Perwaliamanatan *Sukuk Mudharabah*.

Selain itu PT. Mayora Indah Tbk juga mempunyai kewajiban untuk melakukan Pembayaran Kembali Dana *Sukuk Mudharabah* pada tanggal pembayaran kembali dana *sukuk* dengan nilai yang sama dengan jumlah dana *sukuk mudharabah* yang tertulis pada konfirmasi tertulis yang dimiliki oleh pemegang *sukuk mudharabah*. Tanggal Pembayaran Kembali adalah tanggal dimana jumlah Dana *Sukuk Mudharabah* jatuh tempo dan wajib dibayar oleh

Emiten kepada Pemegang *Sukuk Mudharabah* berdasarkan Daftar Pemegang Rekening melalui Agen Pembayarannya, yaitu pada Tanggal 5 Juni 2013. Agen Pembayaran adalah KSEI beserta penerus, pengganti dan penerima hak dan kewajibannya, yang ditunjuk oleh PT. Mayora Indah Tbk dengan perjanjian tertulis yang berkewajiban membantu melaksanakan pembayaran Pendapatan Bagi Hasil dan/atau Pembayaran Kembali Dana *Sukuk Mudharabah* kepada pemegang *sukuk mudharabah* untuk dan atas nama PT. Mayora Indah Tbk. Sebagaimana diatur dalam perjanjian Agen Pembayaran tersebut, dengan memperhatikan ketentuan yang diatur dalam perjanjian perwaliamanatan yang telah disepakati.

2.5.5 Efektifitas Pelaksanaan Fatwa

Jika dihubungkan dengan ketentuan yang diatur didalam fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor: 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal, fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor: 32/DSN-MUI/IX/2002 Tentang Obligasi Syariah dan fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor: 33/DSN-MUI/IX/2002 Tentang obligasi Syariah *Mudharabah* maka ketentuan dalam pasal-pasal Perjanjian Perwaliamanatan *Sukuk Mudharabah* I Mayora Indah Tahun 2008 sebagian besar telah memenuhi ketentuan yang diatur didalam fatwa-fatwa tersebut. Akan tetapi dilain pihak ada beberapa pasal yang justru memposisikan pemilik dana (*shahib al-maal*) dalam posisi yang lemah, padahal seperti telah dijelaskan sebelumnya bahwa titik berat dibuatnya peraturan yang berkaitan dengan kegiatan pasar modal utamanya adalah untuk melindungi para investor.

Secara nyata memang instrumen ini telah masuk didalam Daftar Efek Syariah yang dikeluarkan oleh Bapepam-LK berdasarkan Keputusan Ketua Bapepam-LK Nomor: Kep-494/BL/2008 pada Tanggal 28 November 2008 tentang Daftar Efek Syariah, hal ini memberikan gambaran bahwa instrumen tersebut telah memenuhi prinsip-prinsip syariah. Untuk dapat masuk kedalam Daftar Efek Syariah maka instrumen pasar modal harus memenuhi kriteria tertentu dan harus melalui proses penyaringan dari segi bidang usaha dan rasio keuangannya.⁶⁴

Tabel 2.3 Proses Screening (*Penyaringan*) Dalam Penentuan Daftar Efek Syariah oleh BAPEPAM-LK

<i>Screening Pertama (Core Business)</i>	<i>Screening Kedua (Rasio Keuangan)</i>
<p>Kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip seperti:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang; 2. menyelenggarakan jasa keuangan yang menerapkan konsep ribawi, jual beli resiko yang mengandung <i>gharar</i> dan atau <i>maysir</i>; 3. memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, atau menyediakan: <ol style="list-style-type: none"> a. barang dan atau jasa yang haram karena zatnya (<i>haram li-ghairihi</i>); b. barang atau jasa yang haram bukan karena zatnya (<i>haram li-ghairihi</i>); c. barang atau jasa yang merusak moral dan bersifat <i>mudharat</i>. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82%; 2. Utang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 45% : 55%; 3. Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan tidak lebih dari 10%.

⁶⁴ Ahmad Azhar Syarief. Evaluasi Satu Semester Penerbitan Daftar Efek Syariah Demi Pengembangan Industri Pasar Modal Syariah Indonesia, www.karimsyah.com/imagescontent/article/20050923100934.pdf