

# SINERGI PEMERINTAH DAN BANK INDONESIA DALAM PENERBITAN SUKUK ATAU SURAT BERHARGA SYARIAH INVESTASI

Jumi Atika, S.H.I., M.E.I

Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam IAIN Padangsidempuan

## *Abstract*

*Syariah fund has grown and developed into one of the financial instruments that are in great demand in the market and an important financial boost in the international capital markets through a structure that are acceptable in Islam. In addition, the sukuk is seen as a better alternative than the debt (conventional bonds) due to, among others, contains elements of investment cooperation, sharing the risks and the involvement of assets (real project) which is also underlies the issuance of sukuk. Then the Muslims of this product has been used widely in the Middle Ages as a financial instrument by the government and Muslim entrepreneurs as financial bonds.*

*However, sukuk structures strongly influenced the practice of conventional bonds governed by the legal framework of the west. Due to the fact that the sukuk structure depicting western legal system is not enough support in protecting the rights of sukuk holders in the event of failure of sukuk. Regulatory and financial implications suggested in anticipation for future sukuk failure. The purpose of this paper is to maintain the development of Syariah Sukuk capital marketS.*

**Keywords:** *syariah bonds, conventional bonds, capital markets of Shari'ah, the Shari'ah legal challenge in adding of syariah bonds.*

## I . Pendahuluan

Ekonomi syariah dewasa ini mengalami perkembangan yang terhitung fantastis di seluruh belahan dunia. Perkembangan yang membuka mata para pelaku ekonomi untuk melirik dan menginvestasikan dananya secara syariah ternyata tidak hanya terjadi di negara-negara Islam, tetapi sudah merambah ke negara-negara barat. Sukuk merupakan alat ampuh untuk lembaga keuangan Islam dalam memobilisasi dana dari pasar modal syari'ah, dan untuk memperluas pembiayaan melalui operasi pasar modal syari'ah. Fakta tak terbantahkan bahwa semakin banyaknya beroperasi lembaga-lembaga keuangan yang menerapkan konsep syari'ah seperti bank, asuransi, reksadana, sukuk dan sebagainya membuktikan perkembangan tersebut. Begitu juga pengguna layanannya tidak hanya muslim, namun juga diminati non-muslim. Hal itu membuktikan bahwa nilai-nilai Islam yang terdapat didalam perekonomian bisa berlaku secara umum dan diterima oleh berbagai kalangan diluar muslim. Penerimaan tersebut disebabkan karena bangunan ekonomi Islam yang bersifat universal (*tauhid, 'adl, nubuwwah, khilafah dan ma'ad*),<sup>1</sup>

Perkembangan pasar modal syari'ah sangat penting untuk pembagunan keuangan Islam. Pasar modal syari'ah bertujuan jangka panjang untuk memobilisasi dan mengalokasikan sumber daya secara efektif dan efesien, tujuan ini dapat dicapai melalui

sektor pembiayaan pembangunan riil, dalam dimensi lain pasar modal syari'ah adalah jalan untuk manajemen likuiditas industri melalui operasi pasar uang syari'ah. Pengelolaan likuiditas merupakan aspek penting untuk pasar modal syari'ah dalam jangka pendek karena merupakan salah satu parameter untuk menjamin kelangsungan hidup jangka panjang dari lembaga keuangan Islam di arean pasar keuangan. Dengan demikian dalam hal ini sukuk merupakan instrumen investasi pasar modal syari'ah memainkan peran penting untuk menghaluskan likuiditas dan mobilisasi sumber daya di pasar modal syari'ah. Selain itu sukuk adalah instrumen pembiayaan potensial untuk memberikan kontribusi pertumbuhan ekonomi negara melalui inisiatif pengembangan sektor riil.

Belum banyak diskusi terjadi untuk menilai aspek hukum sukuk dengan fakta bahwa ada kasus-kasus standar hukum sukuk di pasar modal syari'ah. Sejauh ini, aspek hukum sukuk, yang dibahas dalam literatur dan konferensi, hanya berkaitan dengan syariat kompatibilitas struktur sukuk, tetapi tidak mengambil pertimbangan ke masalah hukum sukuk itu. Antara lain, penelitian yang membahas Syariah kompatibilitas struktur sukuk yaitu Rosly dan Sanusi (1999) dengan evaluasi kritis dari penerapan bay al-inah dan bay al-dayn kontrak untuk penerbitan sukuk di Malaysia, Al-Amine (2001) dengan kritik untuk perbandingan suku bunga dan

fitur jaminan dalam operasi sukuk, dan Usmani (2008) dengan kritik atas mekanisme sukuk saat ini pada kepemilikan aset, jaminan, dan tolok ukur harga sukuk itu. Untuk penelitian terbaru, Dusuki Mokhtar & (2010) mengkritik kepemilikan aset dalam mekanisme sukuk saat ini, dan Al-Jarhi & Abozaid (2010) membahas isu-isu syariat struktur sukuk saat ini dalam sebuah makalah yang dipresentasikan pada tahun ini di konferensi OKI. Namun, dalam sukuk kegagalan hukum yang terjadi di ICM, sejauh ini hanya ada satu makalah penelitian dibahas oleh Salah (2010) dalam referensi kegagalan sukuk. Tapi, makalah penelitian masih lebih lanjut diperlukan untuk mengetahui solusi untuk tantangan hukum sukuk sejak aspek hukum merupakan salah satu bahan penting dalam kemas penerbitan sukuk yang membuat sukuk menarik bagi investor. Oleh karena itu, tulisan ini akan memberikan kontribusi dengan meneliti masalah hukum yang melekat dalam struktur sukuk saat ini dengan harapan bahwa akan ada upaya yang signifikan dalam meningkatkan status quo sistem hukum Barat untuk memenuhi kebutuhan operasional sukuk di ICM. Ruang lingkup penelitian ini dibatasi pada penelitian teoritis dengan data dari sumber sekunder dari literatur atau jurnal yang relevan. Penelitian kerja lapangan untuk mengumpulkan data primer, seperti wawancara, atau kuesioner, tidak dapat dilakukan untuk penelitian ini karena hambatan waktu dan sumber daya.

## II. Pembahasan

### A. Sejarah Obligasi Syariah/Sukuk

Sesungguhnya *sukuk* bukanlah istilah baru dalam sejarah Islam. Istilah ini sudah dikenal sejak abad pertama hijriyah. Saat itu umat Islam menggunakannya dalam konteks perdagangan antar bangsa. Ia dipergunakan oleh para pedagang pada masa itu sebagai dokumen yang menunjukkan kewajiban financial yang timbul dari usaha perdagangan dan aktivitas komersial lainnya.<sup>2</sup> Namun, pada saat itu sukuk dinilai negatif disebabkan dekat dengan praktik riba sehingga Rasulullah memperingatkan umat Islam untuk meninggalkannya.<sup>3</sup>

Pada tahun 1978 di Yordania ketika pemerintahnya mengizinkan Bank Islam Jordan menerbitkan obligasi Islami yang dikenal obligasi *mukharadah*. Hal ini kemudian diikuti dengan diterbitkannya *Mukharadah Bond Act* 1981. Upaya senada juga dilaksanakan di Pakistan dengan diterbitkannya Undang-undang khusus yang disebut Peraturan tentang Perusahaan Mudarabah dan aturan pengembangan dan control mudharabah Tahun 1980. Tidak satupun dari upaya ini menghasilkan aktivitas yang berarti, karena kekurangan infrastruktur yang sesuai dan kurangnya transparansi dalam pasar tersebut.<sup>4</sup>

Penerbitan obligasi Islam yang pertama kali sukses adalah yang dilakukan oleh pemerintah Malaysia pada 1983 dengan penerbitan *Government Investment Issues* (GII). Sebelumnya dikenal

dengan *Government Investment Certificate* (GIC).<sup>5</sup>Dalam perkembangannya, *the Islamic Jurisprudence Council* (IJC) kemudian mengeluarkan fatwa yang mendukung berkembangnya. Hal tersebut mendorong otoritas *Moneter Bahrain* (BMA-Bahrain Monetary Agency) untuk meluncurkan *salam sukuk* berjangka waktu 91 hari dengan nilai 25 juta dolar AS pada tahun 2001. Kemudian di Malaysia pada tahun yang sama meluncurkan *Global Corporate Sukuk* di pasar keuangan Islam Internasional. Inilah sukuk global yang pertama kali muncul di pasar Internasional.<sup>6</sup>

Selanjutnya, penerbitan sukuk di pasar internasional terus bermunculan bak cendawan di musim hujan. Tidak ketinggalan, pemerintah di dunia Islam pun mulai melirik hal tersebut. Sebagai contoh, pada tahun 2002 pemerintah Malaysia menerbitkan sukuk dengan nilai 600 juta dolar AS dan terserap habis oleh pasar dengan cepat, bahkan sampai terjadi *over subscribe*. Begitu pula pada Desember 2004, pemerintah Pakistan menerbitkan sukuk di pasar global dengan nilai 6000 juta dolar AS dan langsung terserap habis oleh pasar serta masih banyak contoh lainnya.<sup>7</sup>

Pada tahun 2002 di Indonesia obligasi berawal dari perkembangan akan produk investasi yang memberikan kepastian hukum, kehadiran investasi syariah sangat di tunggu oleh banyak investor di Indonesia. Atas dasar itulah praktisi Pasar Modal di Indonesia berkeinginan kuat untuk meluncurkan produk investasi obligasi berdasarkan konsep syariah. Adapun konsep ini

mempunyai prinsip memberikan penghasilan bagi investor. Penghasilan ini berasal dari bagi hasil tersebut.<sup>8</sup> Di Indonesia obligasi-obligasi ini diterbitkan oleh berbagai perusahaan, baik yang dimiliki oleh swasta maupun negara.<sup>9</sup>

Di awal tahun 2007, istilah obligasi Islam atau obligasi syariah diganti dengan istilah sukuk, sesuai regulasi yang dikeluarkan Bapepam, sekalipun regulasi tersebut mendahului Undang-undang Surat Berharga Syariah Nasional (SBSN). Dengan begitu obligasi konvensional tidak termasuk sebagai sukuk karena diantara keduanya terdapat beberapa perbedaan. Sukuk bukan merupakan surat utang, melainkan bukti kepemilikan bersama atas suatu aset.<sup>10</sup>

Melihat pesatnya perkembangan sukuk di Negara-negara lain, serta pengalaman yang terjadi selama ini, terutama dari segi manfaat yang ditimbulkannya, pemerintah merasa berkepentingan untuk mengeluarkan regulasi yang dapat mendukung perkembangan sukuk di dalam negeri. Sebagai tindakan lanjut, penerapan sukuk diwujudkan ke dalam bentuk penerbitan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Tujuan penerbitan SBSN adalah dalam rangka mencari alternative sumber Pembiayaan Negara, dimana ketentuannya di atur dalam Undang-undang SBSN No.19 Tahun 2008.<sup>11</sup>

## **B. Pengertian dan Karakteristik Obligasi Syariah**

Obligasi berasal dari bahasa Belanda yaitu "*obligatie*" yang dalam bahasa Indonesia disebut dengan "obligasi" yang berarti kontrak.<sup>12</sup> Menurut Nurul Huda obligasi adalah surat utang yang dikeluarkan oleh emiten (dapat berupa badan hukum/perusahaan atau pemerintah) yang memerlukan dana untuk kebutuhan operasi maupun ekspansi mereka. Investasi pada obligasi memiliki potensial keuntungan lebih besar dari pada produk perbankan. Keuntungan berinvestasi di obligasi adalah memperoleh bunga dan kemungkinan adanya capital gain.<sup>13</sup> Oleh karena itu hukumnya haram menurut syariat, tanpa ada perbedaan pendapat di kalangan ulama.<sup>14</sup>

Dari pengertian diatas ada kontropersi dengan perinsip syariah. Ketidak sesuaian dengan ketentuan syariah sehingga belum dapat mengakomodir kebutuhan masyarakat akan obligasi sesuai dengan syariah. Dengan demikian bahwa agar obligasi sesuai dengan perinsip syariah maka Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) mengeluarkan fatwa Nomor 32/DSN-MUI/XI/2002 menjelaskan sebagai berikut: "Yang dimaksud dengan obligasi syariah adalah sebuah surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee, serta membayar kembali dana obligasi syariah".

Selain istilah obligasi terdapat istilah sukuk.<sup>15</sup> Kata *Sakk*, *Sukuk*, dan *Sakaik* dapat ditelusuri dengan mudah pada literatur Islam komersial klasik. Kata-kata tersebut terutama secara umum digunakan untuk perdagangan internasional di wilayah muslim pada abad pertengahan, bersama dengan kata hawalah (menggambarkan transfer pengiriman uang) dan mudharabah (kegiatan bisnis persekutuan). Akan tetapi, sejumlah penulis barat tentang sejarah perdagangan Islam/Arab abad pertengahan memberikan kesimpulan bahwa kata *sakk* merupakan kata dari bahasa Latin "*cheque*" atau "*check*" yang biasanya digunakan pada perbankan kontemporer.<sup>16</sup>

Istilah sukuk ini berasal dari bentuk jamak Arab "*sak*" atau sertifikat. Secara singkat, AAOIFI mendefinisikan sukuk sebagai sertifikat bernilai sama yang merupakan bukti kepemilikan yang tidak dibagikan atas suatu aset, hak manfaat, dan jasa-jasa atau kepemilikan atas proyek atau kegiatan investasi tertentu.<sup>17</sup> Dapat difahami bahwa definisi sukuk adalah suatu instrumen pasar modal atau surat berharga yang sesuai dengan prinsip syariah.<sup>18</sup>

Berdasarkan Fatwa DSN No.32/DSN-MUI/IX/2002 menetapkan obligasi itu boleh dengan ketentuan:<sup>19</sup>

1. Ketentuan Umum:
  - a. Obligasi yang tidak dibenarkan menurut syariah yaitu obligasi yang bersifat hutang dengan kewajiban membayar berdasarkan bunga.

- b. Obligasi yang dibenarkan menurut syariah yaitu obligasi yang berdasarkan prinsip-prinsip syariah.
  - c. Obligasi syariah adalah suatu 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/margin/fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.
2. Ketentuan Khusus:
- a. Akad yang dapat digunakan dalam penerbitan obligasi syariah antara lain: (1) *Mudarabah Muqaradhah/Qirad*; (2) *Musyarakah* ; (3) *Murabahah*; (4) *Salam*; (5) *Istisna* dan (6) *Ijarah*. Meskipun demikian, sukuk dapat pula diterbitkan berdasarkan akad syariah yang lain.<sup>20</sup>
  - b. Jenis usaha yang dilakukan Emiten (*mudharib*) tidak boleh bertentangan dengan syariah dengan memperhatikan substansi Fatwa DSN-MUI Nomor 20/DSN-MUI/VI/2001 tentang Pedoman Investasi untuk Reksa Dana Syariah.
  - c. Pendapatan (hasil) investasi yang dibagikan Emiten (*mudharabah*) kepada pemegang obligasi syariah *mudharabah (shahibul mal)* harus bersih dari unsure non halal.

- d. Pendapatan (hasil) yang diperoleh pemegang obligasi syariah sesuai akad yang digunakan.
- e. Pemindahan pemilikan obligasi syariah mengikuti akad-akad yang digunakan.

### 3. Penyelesaian perselisihan

Jika salah satu pihak tidak menunaikan kewajibannya atau jika terjadi perselisihan di antara pihak-pihak terkait, maka penyelesaiannya dilakukan melalui Badan Arbitrase Syariah setelah tidak tercapainya kesepakatan melalui musyawarah.<sup>21</sup>

Sukuk pada prinsipnya mirip dengan obligasi konvensional, dengan perbedaan pokok antara lain berupa penggunaan konsep imbalan (*margin*) dan bagi hasil sebagai pengganti bunga, adanya suatu transaksi pendukung (*underlying transaction*) berupa sejumlah tertentu aset yang menjadi dasar penerbitan sukuk, dan adanya akad atau perjanjian antara para pihak yang disusun berdasarkan prinsip-prinsip Islam. selain itu, sukuk juga harus distruktur secara Islam agar instrumen keuangan ini aman dan bebas dari TAMAN GHADZIRR yaitu *tadhlis*, *maisy*, *nazasy*, *gharar*, *haram*, *dzulm*, *ikhtikar*, *riba* dan *riswah*.<sup>22</sup> Kalau badan usahanya disyariatkan, tidak bergerak di bidang usaha haram, memutar modal dengan cara yang disyariatkan dan terbebas dari unsur *riba*, *tipuan* dan sejenisnya, maka terlibat kerja sama dengan usaha itu pun dibolehkan.<sup>23</sup>

Pada prinsipnya, syariah melarang untuk meminta atau memberi tambahan (imbalan) atas pemberian utang karena utang dikategorikan sebagai kegiatan tolong menolong yang lebih sarat unsur sosialnya.<sup>24</sup> Jadi, Menurut Heri Sudarsono, obligasi syariah bukan merupakan utang berbunga tetap sebagaimana yang terdapat dalam obligasi konvensional, tetapi lebih merupakan penyertaan dana yang disarankan pada prinsip bagi hasil. Transaksinya bukan akad utang piutang melainkan penyertaan. Obligasi sejenis ini lazim dinamakan *muqaradhah bond*, di mana *muqaradhah* merupakan nama lain dari mudharabah. Dalam bentuknya yang sederhana obligasi syariah diterbitkan oleh sebuah perusahaan atau emiten sebagai pengelola atau mudharib dan dibeli oleh investor atau *shahibul maal*.<sup>25</sup>

Jadi dengan demikian bahwa sukuk atau obligasi syariah sangat berbeda dengan obligasi konvensional. Perbedaan yang sangat mendasar dapat dilihat dari karakteristik sukuk itu sendiri sebagai berikut:

1. Merupakan bukti kepemilikan 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.<sup>26</sup>
7. Dalam system pengawasannya selain diawasi oleh pihak Wali Amanat maka mekanisme obligasi Syariah juga diawasi oleh Dewan Pengawas Syariah (Di Bawah Majelis Ulama Indonesia) sejak dari penerbitan obligasi sampai akhir dari masa penerbitan obligasi tersebut. Dengan adanya system ini maka prinsip kehati-hatian dan perlindungan kepada investor obligasi Syariah di harapkan bisa terjamin.<sup>27</sup>

Dari penjelasan tentang karakteristik obligasi syariah dapat difahami bahwa obligasi syariah jelas berbeda dengan obligasi konvensional. Kemudian alasan timbulnya obligasi syariah dapat dilihat dari dua perspektif:<sup>28</sup>

1. Perspektif Pasar Modal, dengan adanya obligasi syariah maka:
  - a) Pengembangan pasar modal syariah secara lebih luas sebagai implikasi dari *masterplan* pasar modal.
  - b) Pengembangan instrumen-instrumen syariah di pasar modal baik pasar primer maupun sekunder.
  - c) Bentuk pendanaan yang inovatif dan kompetitif sehingga semakin memperkaya pengembangan produk yang ada di pasar modal.
  - d) Kebutuhan alternatif instrument investasi berdasarkan syariah seiring berkembangnya institusi-institusi keuangan syariah.

2. Perspektif emiten dengan adanya obligasi syariah maka:
  - a) Mengembangkan akses pendanaan untuk masuk ke dalam institusi keuangan nonkonvensional.
  - b) Memperoleh sumber pendanaan yang kompetitif.
  - c) Memperoleh struktur pendanaan yang inovatif dan menguntungkan.
  - d) Memberikan alternatif investasi kepada masyarakat pasar.

### C. Urgensi Penerbitan Obligasi Syariah.

Sejumlah alasan mengapa pemerintah perlu menerbitkan obligasi syariah sukuk:<sup>29</sup> *pertama*, perusahaan Indonesia belum banyak dikenal di pasar global sehingga pemahaman investor akan risiko masing-masing individu sangat minim. Masuknya pemerintah dalam pasar obligasi akan mendorong investor mengetahui lebih jauh bukan saja tentang risiko investasi di Indonesia. Namun, juga risiko beberapa perusahaan di Indonesia. *Kedua*, penerbitan obligasi syariah oleh pemerintah meningkatkan *comfort level* investor global karena merefleksikan adanya perangkat ketentuan hukum pasti. Sebagian investor sampai saat ini masih menunggu adanya dasar hukum yang kuat untuk obligasi syariah.

Obligasi syariah ini sangat diminati khususnya oleh investor dari Timur Tengah perlu disiapkan instrument investasi yang *comfortable*, aman, dan diminati. Sukuk sangat prospektif bagi Indonesia. Investor Timur Tengah diketahui lebih suka memilih *sukuk* untuk menanamkan modalnya.

Obligasi Negara dengan akad syariah amat penting untuk membuktikan bahwa pemerintah mengakui *dual economic system*. Saat ini reksadana syariah kekurangan instrument investasi. Saham dan obligasi syariah masih terbatas jumlahnya. Dengan adanya sukuk dari pemerintah, reksadana syariah tambahan instrument. Apalagi bila pemerintah yang menerbitkan nilainya menjadi lebih besar sehingga dana yang ada bisa terserap seluruhnya. Obligasi Negara syariah bisa mendorong pasar modal syariah.<sup>30</sup>

#### **D. Perlindungan Investor Pemegang Obligasi Syariah.**

Kegiatan investasi tidak lepas dari pasar modal. Pasar Modal adalah tempat untuk memperdagangkan berbagai instrument jangka panjang, baik dalam bentuk modal maupun utang. Dalam UU No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar modal disebutkan bahwa Pasar modal adalah kegiatan yang berkaitan dengan penawaran umum dan perdagangan efek yang diterbitkannya. Serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.<sup>31</sup> Di dalam hirarki peraturan perundang-undangan

merupakan produk hukum yang memiliki status hukum yang tertinggi. Landasan hukum yang mendasari pembuatan Undang-undang No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UUPM) adalah produk hukum yang dibuat pada tahun 1952 yaitu Undang-undang No.15 Tahun 1952 tentang Bursa.<sup>32</sup>

Undang-undang No.8 Tahun 1995 adalah produk hukum modern yang dapat mengakomodasi kebutuhan perkembangan dari industri pasar modal yang modern. Secara garis besar UUPM terdiri dari atas 18 bab dan 116 pasal. Ada beberapa aspek yang menonjol dalam Undang-undang No.8 Tahun 1995 tentang pasar modal ini dibanding sebelumnya. Selain lebih tegas dan detil, UUPM memberikan kewenangan lebih besar kepada Bapepam sebagai otoritas Pasar Modal untuk melaksanakan tugas pengawasan, pembinaan dan penegakan hukum. UUPM memberi wewenang kepada Bapepam untuk melakukan pemeriksaan dan penyidikan atas pelanggaran yang dilakukan oleh para pelaku pasar modal, serta menjatuhkan sanksi.<sup>33</sup>

Perbedaan yang mendasar antara pasar modal dan pasar-pasar lainnya adalah terletak pada objek yang diteransaksikan. Dalam Pasar Modal yang menjadi objek transaksi adalah Saham, sukuk, obligasi, dan berbagai instrument derivative lainnya seperti *option, warrant, right* dan lain sebagainya.<sup>34</sup>

Di Indonesia pasar modal yang berbasis Islam adalah Jakarta Islamic Index yang diluncurkan atas kerja sama PT. Bursa

Efek Jakarta (BEJ) bekerja sama dengan PT *Danareksa Investment Managemen* (DIM) yang berlangsung pada tahun 2000.<sup>35</sup> Kenyataannya pasar modal dalam industri keuangan syariah merupakan suatu mekanisme yang natural, disebabkan adanya keinginan umat Islam meletakkan asas penerapan prinsip syariah dalam industry keuangan. Tujuan pensyariaan muamalat secara umum sehingga dapat melahirkan prinsip-prinsip yang relevan dengan perkembangan industry keuangan modern seperti obligasi, saham, dan *trus funds*.<sup>36</sup>

*Sukuk* sebagai salah satu instrument pembiayaan pasar modal, telah mampu memberikan pengaruh yang sangat besar bagi pertumbuhan pasar modal, baik untuk peringkat domestik maupun antar bangsa.<sup>37</sup> Di Indonesia, payung hukum yang menjadi landasan penerbitan obligasi syariah/Sukuk, adalah UU No.19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah. Menurut perkembangan, pencarian format landasan hukum penerbitan payung hukum tentang surat berharga syariah ini, sesungguhnya telah melalui proses panjang, yaitu sejak tahun 2003 ketika Dewan Pengawas Syariah nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) menyuarkan penerbitan sukuk untuk menangkap peluang investasi sekaligus mengembangkan perekonomian syariah di Indonesia.<sup>38</sup>

Kemudian Obligasi adalah surat utang yang harus di bayar, yang juga merupakan kewajiban yang harus dipenuhi. Kewajiban

pemenuhan kewajiban pembayaran utang yang lahir dari penerbitan obligasi berdasarkan Perjanjian Perwaliamanatan tersebut menurut pasal 1131 Kitab Undang-undang Hukum Perdata dijamin oleh seluruh harta kekayaan Emiten. Namun demikian, berdasarkan perjanjian Perwaliamanatan, investor pemegang obligasi tidaklah dapat secara langsung berhubungan hukum dengan emiten, oleh karena setiap investor pemegang obligasi hanyalah memiliki bagian-bagian dari surat utang global atau jumbo yang diwakili oleh Wali Amanat. Setiap tindakan investor pemegang obligasi tersebut, yang dilaksanakan Rapat Umum Pemegang Obligas.<sup>39</sup>

Selama dan sepanjang Wali amanat melaksanakan tugas kewajiban kepada investor dan hak-haknya terhadap emiten, maka seluruh hak dan kepentingan investor pemegang obligasi akan terlindungi dalam hukum. Perlindungan dalam bentuk jaminan pemenuhan pembayaran obligasi (sebagai utang) akan terjamin, manakala obligasi tersebut dijamin dengan suatu penanggungan utang menurut Pasal 1820 KUHPerdata dengan melepas hak istimewa, atau jaminan pembayaran menurut Pasal 1316 KUHPerdata, atau pemberian jaminan kebendaan.<sup>40</sup>

Kemudian UU Pasar Modal No. 8 Tahun 1995 Regulasi ini bertujuan melindungi investor. selain itu, terdapat peraturan yang diterbitkan Bapepam-LK dan Peraturan Bursa. Peraturan Perlindungan Investor antara lain:<sup>41</sup>

1. Pasal 37 UU Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar modal menyebutkan adanya pemisahan harta kekayaan nasabah dengan perusahaan efek. Perusahaan efek yang menerima efek dari nasabahnya wajib menyimpan efek tersebut dalam rekening terpisah dari rekening perusahaan efek.
2. Peraturan Bapepam-LK Nomor III.B.7 Tentang Dana Jaminan. Peraturan ini menyebutkan, bentuk rill perlindungan pemodal dalam pasar modal. Diantaranya dana jaminan adalah kumpulan dana atau efek yang diadministrasikan dan dikelola oleh lembaga kliring dan penjamin. Efek ini bisa digunakan untuk membiayai penjaminan penyelesaian transaksi bursa oleh lembaga kliring.
3. Peraturan Bapepam-LK Nomor V.D.3 tentang pengendalian intern dan penyelenggaraan Pembukaan oleh perusahaan efek. Peraturan ini mengharuskan pembukuan secara benar seluruh dana dan efek nasabah.
4. Peraturan Bapepam-LK Nomor VI.A.3 tentang Rekening Efek pada Kostodian. Peraturan ini meliputi kepastian perlindungan terhadap harta nasabah. Perlindungan dengan cara mengasuransikan efek nasabahnya untuk menghindari kerugian akibat pailit perusahaan efek.
5. Peraturan Bapepam-LK Nomor V.D.6 tentang Pembiayaan Penyelesaian Transaksi Efek oleh perusahaan efek bagi

nasabah dan transaksinya *short selling* (menjual jangka pendek) oleh perusahaan Efek. Peraturan ini mengatur tata cara transaksi *margin* (keuntungan) dan *short selling* (menjual jangka pendek). Peraturan ini menyebutkan, perusahaan efek yang memberikan fasilitas pembiayaan transaksi *margin* (keuntungan) atau *short selling* (menjual jangka pendek) harus memiliki nilai MKBD minimal 5 Miliar rupiah. Sedangkan investor yang bisa memiliki fasilitas pembiayaan transaksi *margin* atau *short selling* wajib mempunyai kekayaan bersih lebih dari 1 Miliar rupiah dan pendapatan tahunan lebih dari 200 juta rupiah.

6. Peraturan V.D.6 juga menyebutkan berbagai cerita efek untuk transaksi *margin* (keuntungan) dan *short selling* (Menjual jangka pendek). Efek yang bisa ditransaksikan harus memiliki nilai rata-rata transaksi harian minimal 1miliar rupiah dan memiliki lebih dari 4.000 pihak dalam kurung waktu enam bulan.
7. Peraturan No.XI.C.1 tentang transaksi efek yang tidak dilarang bagi orang dalam. Peraturan ini bertujuan untuk menghindari orang dalam perusahaan memanfaatkan informasi tentang perusahaan untuk mendapatkan keuntungan atas transaksi sahamnya. Peraturan ini secara tegas memberikan sanksi kepada pihak-pihak yang

memanfaatkan informasi orang dalam untuk meraih keuntungan.

8. Peraturan Bursa Efek Indonesia (BEI) tentang mekanisme batasan *auto rejection* (penolakan otomatis). Penolakan secara otomatis oleh JATS terhadap penawaran jual dan atau beli efek yang dimasukkan ke JATS akibat dilampauinya batasan harga yang ditetapkan oleh Bursa. Mekanisme *auto rejection* (penolakan otomatis) merupakan salah satu bentuk perlindungan terhadap investor yang diterapkan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI). Saat ini kisaran fluktuasi harga saham yang terkena *auto rejection* (penolakan otomatis) mulai dari 20-30%. Batasan *auto rejection* (penolakan otomatis) untuk saham seharga mulai dari 50-200 Rupiah per unit mencapai 35%. Batasan *auto rejection* (penolakan otomatis) saham mulai dari 200 hingga 5.000 rupiah per unit mencapai 25%. Sedangkan *auto rejection* (penolakan otomatis) saham di atas 5.000 rupiah maksimal 20%.

UUPM memberikan kedudukan dan peranan besar kepada Bapepam, tetapi di lain pihak kedudukannya sebagai lembaga Birokrasi justru kontradiktif. Karena hanya menjadi salah satu bagian dalam jajaran Departemen Keuangan. Hal ini ditegaskan pada Pasal 3 Ayat (2) bahwa Bapepam berada dibawah dan bertanggung jawab kepada menteri. Padahal kalau melihat fungsi, peranan dan wewenang dari Bapepam yang

diberikan oleh Undang-undang No.8 Tahun 1995 sudah sepantasnya Bapepam menjadi lembaga Independen nondepartemen yang bertanggung jawab langsung kepada Presiden seperti halnya Bank Indonesia (GBHN 1999-2004 telah mengamanatkan demikian). Tugas-tugas pokok Bapepam kira-kira hampir sama dengan *securities Exchange Commision* (SEC) di USA, yaitu menjaga keterbukaan pasar modal secara penuh kepada masyarakat investor dan melindungi kepentingan-kepentingan masyarakat investor dari malpraktik dan kecurangan-kecurangan di pasar modal.<sup>42</sup>

Sebagaimana telah diuraikan di atas, pandangan mengenai kesyariahan tentang pasar modal sebagian besar otoritas menilai bahwa kegiatan pasar modal syariah memiliki basis regulasi yang sama dengan kegiatan pasar modal konvensional. Salah satu tujuan dilakukannya pengaturan dan pengawasan oleh otoritas pasar modal adalah agar terciptanya perlindungan pemodal dan masyarakat. Perlindungan terhadap pemodal merupakan salah satu factor yang sangat penting dalam kegiatan pasar modal. Rasa aman dan meningkatkan kepercayaan masyarakat terhadap industry pasar modal.<sup>43</sup>

UU Pasar Modal No.8 tahun 1995 tidak membedakan apakah pasar modal tersebut dilakukan dengan prinsip-prinsip syariah atau tidak. Dengan demikian, berdasarkan UU tersebut kegiatan Pasar Modal Indonesia dapat dilakukan dengan prinsip-prinsip

syariah dan dapat pula dilakukan tidak sesuai dengan prinsip syariah atau konvensional.<sup>44</sup>

Perinsip Pasar Modal syariah tentunya sangat berbeda dengan Pasar modal konvensional. seperti halnya *sukuk* adalah salah satu dari instrumen Pasar modal. Sukuk bukan instrument utang piutang dengan bunga (riba), seperti obligasi yang kita kenal dalam keuangan konvensional, tetapi sebagai instrument investasi. Sukuk diterbitkan dengan suatu *underlying asset* dengan perinsip syariah.<sup>45</sup> Sesuai dengan Keputusan Ketua dan LK Nomor: Kep-130/BL/2006 tanggal: 23 November 2006 bahwa: Wali amanat mempunyai tanggung jawab atas pelaksanaan kegiatan perwaliamanatan yang mengerti kegiatan-kegiatan yang bertentangan dengan prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal.<sup>46</sup>

Kemudian dewan pengawas syariah sebagai pengawas kegiatan usaha di pasar modal agar senantiasa sejalan dengan prinsip syariah adalah sebuah tugas yang sangat berat. Terlebih lagi apabila mengikat tidak adanya aturan hukum yang cukup jelas mengenai kewenangan pengawasan tersebut. Tugas dewan pengawas syariah antara lain bertanggung jawab atas pelaksanaan fatwa DSN-MUI dan menyampaikan hasil laporan pengawas di dalam pelaksanaan obligasi syariah. Tugasnya yang semakin berat dalam pelaksanaannya, karena tidak diimbangi dengan peraturan yang lebih rinci. Tidak ada aturan mengenai tata hubungan yang jelas antara Dewan Pengawas Syariah, Komisaris, dan Direksi. Hasil

pengawasan Dewan Pengawas syariah pun tidak jelas status hukumnya.<sup>47</sup>

Sebagaimana telah diuraikan dalam bab sebelumnya, sebagian besar otoritas pasar modal menilai bahwa kegiatan pasar modal syariah memiliki basis pasar modal menilai bahwa kegiatan pasar modal syariah memiliki basis regulasi yang sama dengan kegiatan pasar modal konvensional mengenai payung hukum perlindungan investor, antara lain Undang-undang No.8 tahun 1995 tentang Pasar Modal, Peraturan Bapepam-LK dan Peraturan Bursa.<sup>48</sup>

Walaupun kegiatan pasar modal syariah memiliki karakteristik yang berbeda dengan kegiatan pasar modal konvensional, tetapi regulasi perlindungan investor sama dengan konvensional. Padahal di dalam Islam melarang melakukan kegiatan investasi yang jelas diharamkan syariah. Di dalam regulasi perlindungan investor masih banyak mengacu kegiatan jauh dari etika Islam diantaranya pertama *margin* (keuntungan) atau dikenal dengan *margin on trading* adalah pembeli membayar sebagian harga secara tunai, yang sisanya dilunasi dari pinjaman kepada bank melalui perantara dengan syarat surat berharga tersebut dijadikan jaminan bagi pialang untuk melunasi harga pinjaman, kedua *short selling* (menjual jangka pendek), transaksi ini merupakan suatu bentuk transaksi jual beli, dimana pejualan terhadap surat berharga belum dimiliki pada waktu akad.

Transaksi ini dilarang dalam Islam karena memiliki unsur-unsur yang bersifat spekulatif dan penipuan.<sup>49</sup>

Ketiga merupakan aspek penting dalam penerbitan surat berharga syariah Negara khususnya sukuk ijarah ritel adalah konsep pemindahan hak milik atas barang milik Negara. Walaupun sukuk menggunakan *underlying asset* atau *real asset* (penjamin aset) akan tetapi hanya hak manfaat atas aset yang dijual berdasarkan undang-undang No.19 Tahun 2008. Transaksi ini masuk kategori instrument yang jelas diharamkan syariah yaitu *option*, merupakan hak untuk membeli dan menjual barang yang tidak disertai dengan aset yang nyata walaupun memiliki *underlying asset* (penjamin aset). Transaksi *option* ini bersifat tidak ada (*non exist*) dan dinilai oleh kalangan ulama bahwa ulama kontrak *option* itu termasuk *future* (kebabasan) yaitu mengandung unsur *gharar* (penipuan) dan *maysir* (judi).

Terlepas dari keberadaan perlindungan investor, sukuk sebagai sumber pendanaan yang sangat besar potensinya seharusnya meminimalis dan mempertimbangkan kendala-kendala dalam pengembangannya. Karena tanpa ada perubahan ke depan tidak diatasi dengan konsisten baik dari segi kesyariahan maupun perlindungan investor, sukuk tidak akan mengalami kemajuan.<sup>50</sup>

Regulasi yang masih berbelit-belit oleh pemerintah, juga adanya keraguan sejumlah kalangan yang *notabene* beragama Islam terhadap eksistensi, keunggulan, dan daya saing sistem syariah.

Idealnya memang seharusnya sistem syariah lebih dahulu diterapkan oleh masyarakat muslim, namun dengan berbagai keterbatasan yang ada tersebut sehingga baru bisa dilaksanakan. Dilain sisi, tidak ada kata terlambat untuk mewujudkan suatu perbaikan terutama dalam bidang keuangan Islam guna merealisasikan sistem perekonomian yang berkeadilan sebagai sarana mewujudkan kesejahteraan.<sup>51</sup>

### **III. Kesimpulan**

Sebagaimana produk ekonomi syariah lain, sukuk menjadi investasi yang sangat diminati oleh masyarakat Indonesia. Investor muslim maupun non muslim menunjukkan antusiasme yang tinggi terhadap sukuk. Investor bermotivasi spiritual mengharapkan usaha meningkatkan ekonominya benar-benar sesuai dengan prinsip syari'ah. Sementara investor bermotivasi ekonomis mengharapkan keuntungan yang melebihi keuntungan yang didapatkan melalui obligasi konvensional. Terlepas dari kedua model motivasi tersebut, semua investor harus mendapatkan kepastian bahwa sukuk sungguh-sungguh dijalankan sesuai dengan ketentuan yang seharusnya. Investor harus mendapat jaminan perlindungan kehalalan yang menjadi unsur utama yang membedakannya dengan obligasi konvensional.

Sampai dengan saat ini, perlindungan investor pasar modal secara umum, termasuk investor sukuk berada di bawah regulasi yang sama yaitu UU No.8 Tahun 1995, sehingga tidak ada jaminan perlindungan investor akan kehalalan jenis usaha yang dijalankan dari modal yang diberikan oleh investor. Harapan terakhir bertumpu kepada keseriusan Dewan Pengurus Syariah yang duduk pada suatu emiten tertentu. Hanya saja tidak ada aturan mengenai tata hubungan yang jelas antara Dewan Pengawas Syariah, Komisaris, dan Direksi. Hasil pengawasan Dewan Pengawas syariah pun tidak jelas status hukumnya. Oleh karena itu dibutuhkan suatu regulasi yang kuat yang mampu melindungi kepentingan investor, terutama dalam bentuk undang-undang tersendiri sebagai bentuk yang ideal. Hal ini untuk memastikan sukuk yang dapat lebih maju untuk menghilangkan tantangan hukum dengan pendekatan langkah demi langkah, yang memang membutuhkan upaya bersama dan bersinergi dari semua kalangan dalam industri keuangan syariah. Sehingga dalam pembangunan ekonomi menunjukkan bahwa ekonomi tidak akan berhasil tanpa pembaharuan hukum.

*Endnote*

---

<sup>1</sup> Adiwarman A. Karim, *Ekonomi Mikro Islam*, (Jakarta: Raja Grafindo Persada: 2007), hlm. 34.

<sup>2</sup> Nazaruddin Abdul Wahid, *Sukuk: Memahami & Membedah obligasi pada Perbankan Syariah*, (Jakarta: Ar-Ruzz Media, 2010), hlm. 93.

<sup>3</sup> *Ibid.*, hlm. 102.

<sup>4</sup> Zamir Iqbal & Abbas Mirakhor, *Pengantar Keuangan Islam: Teori dan Praktik*, (Jakarta: Kencana, 2008), hlm. 224.

<sup>5</sup> *Ibid.*

<sup>6</sup> Adrian Sutedi, *Aspek Hukum Obligasi dan Sukuk*, (Jakarta: Sinar Grafika. 2009), hlm. 95.

<sup>7</sup> *Ibid.*, hlm. 96.

<sup>8</sup> Sapto Rahadjo, *Panduan Investasi Obligasi*, (Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama, 2003), hlm. 141.

<sup>9</sup> Indah Yuliana, *Investasi Produk Keuangan Syariah*, (Malang: UIN Maliki Malang, 2010), hlm. 115.

<sup>10</sup> Nurma Khusna Khanifa, *Tinjauan Hukum Islam Terhadap Teransaksi Jual Beli Sukuk Ritel Dengan Menggunakan System Akad Ijarah Serta Relevansinya Dengan Perlindungan Investor*, (Semarang: Skripsi IAIN Walisongo Semarang, 2012), hlm. 44.

<sup>11</sup> Burhanuddin, *Hukum Surat Berharga Syariah Negara dan Pengaturannya*, (Jakarta: Raja Wali Press, 2011), hlm. 2.

<sup>12</sup> Abdul Manan, *Hukum Ekonomi Syariah dalam Perspektif Kewenangan Peradilan Agama*, (Jakarta: Kencana, 2012), hlm. 325.

<sup>13</sup> Nurul Huda dan Mustafa Edwin Nasution, *Current Issues Lembaga Keuangan Syariah*, (Jakarta: Kencana, 2009), hlm. 83.

<sup>14</sup> Shalah ash-Shawi dan Abdullah al-Muslih, *Fikih Ekonomi Keuangan Islam*, (Jakarta: Darul Haq, 2008), hlm. 427..

<sup>15</sup> Nurul Huda dan Mustafa Edwin Nasution, *Current Issues Lembaga Keuangan Syariah*, (Jakarta: Kencana, 2009), hlm. 314.

<sup>16</sup> Nurul Huda dan Mustafa Edwin Nasution, *Investasi pada Pasar Modal Syariah*, (Jakarta: Kencana, 2008), hlm. 136.

<sup>17</sup> Nurul Huda dan Mohammad Heykal, *Lembaga Keuangan Islam: Tinjauan Teori dan Praktis*, (Jakarta: Kencana, 2010), hlm. 265.

---

<sup>18</sup> Dadan Muttaqien, *Aspek Legal Lembaga Keuangan Syariah Obligasi, Pasar Modal, Reksadana, Finance, dan Peggadaian*, (Yogyakarta: 2009), hlm. 16.

<sup>19</sup> Fatwa DSN No.32/DSN-MUI/IX/2002 yang diketuai oleh K.H.M.A Sahal Mahfudh dan sekretaris Prof.Dr. H.M Din Syamsuddin yang ditetapkan di Jakarta Pada tanggal 06 Rajab 1423H. 14 September 2002 M.

<sup>20</sup> Abdul Manan, *Aspek Hukum dalam Penyelenggaraan Investasi di Pasar Modal Syariah Indonesia*, (Jakarta: Kencana, 2009), hlm. 141.

<sup>21</sup> Mukhtar Alshodiq, *Briefcase Books Edukasi Profesional Syariah Fatwa-fatwa Ekonomi Syariah Kontemporer*, (Jakarta: Renaisan, 2005), hlm. 76-77.

<sup>22</sup> Nurul Huda dan Mohammad Heykal, *Lembaga Keuangan Islam: Tinjauan Teori dan Praktis*, (Jakarta: Kencana, 2010), hlm. 265.

<sup>23</sup> Shalah ash-Shawi dan Abdullah al-Muslih, *Fikih Ekonomi Keuangan Islam*, (Jakarta: Darul Haq, 2008), hlm. 428.

<sup>24</sup> Andrian Sutedi, *Pasar Modal Syariah Sarana Investasi Keuangan Berdasarkan Prinsip Syariah*, (Jakarta: Sinar Grafika, 2011), hlm. 202-203.

<sup>25</sup> Heri Sudarsono, *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah Deskripsi dan Ilustrasi*, Edisi ke 3 Cetakan ke-42(Yogyakarta: EKONISIA, 2012), hlm. 139.

<sup>26</sup> Nurul Huda dan Mohammad Heykal, *Lembaga Keuangan Islam: Tinjauan Teori dan Praktis*, (Jakarta: Kencana, 2010), hlm. 266.

<sup>27</sup> Supto Rahadjo, *Panduan Investasi Obligasi*, (Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama, 2003), hlm. 144.

<sup>28</sup> Nurul Huda dan Mustafa Edwin Nasution, *Investasi pada Pasar Modal Syariah*, (Jakarta: Kencana, 2008), hlm. 88.

<sup>29</sup> Adrian Sutedi, *Aspek Hukum Obligasi dan Sukuk*, (Jakarta: Sinar Grafika. 2009), hlm. 96.

<sup>30</sup> Adrian Sutedi, *Aspek Hukum Obligasi dan Sukuk*, (Jakarta: Sinar Grafika. 2009), hlm. 98.

<sup>31</sup> Mukhtar Alshodiq, *Briefcase Books Edukasi Profesional Syariah Fatwa-fatwa Ekonomi Syariah Kontemporer*, (Jakarta: Renaisan, 2005), hlm. 80.

<sup>32</sup> Irsan Nasaruddin dkk, *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*, Cetakan ke-7 (Jakarta: Kencana, 2011), hlm. 46.

<sup>33</sup> *Ibid.*

<sup>34</sup> Mukhtar Alshodiq, *Briefcase Books Edukasi Profesional Syariah Fatwa-fatwa Ekonomi Syariah Kontemporer*, (Jakarta: Renaisan, 2005), hlm. 80.

<sup>35</sup> Muhammad, *Aspek Hukum dalam Muamalat*, (Yogyakarta: 2007), hlm. 144.

<sup>36</sup> Nazaruddin Abdul Wahid, *Sukuk: Memahami & Membedah obligasi pada Perbankan Syariah*, (Jakarta: Ar-Ruzz Media, 2010), hlm. 230.

<sup>37</sup> *Ibid.*

<sup>38</sup> Abdul Manan, *Aspek Hukum dalam Penyelenggaraan Investasi di Pasar Modal Syariah Indonesia*, (Jakarta: Kencana, 2009), hlm. 140.

<sup>39</sup> Gunawan Widjaja, *Seri Pengetahuan Pasar Modal: Penerbitan Obligasi dan Peran Serta Tanggung Jawab Wali Amanat dalam Pasar Modal*, (Jakarta: Kencana, 2006), hlm. 118.

<sup>40</sup> *Ibid.*

<sup>41</sup> Nurma Khusna Khanifa, *Tinjauan Hukum Islam Terhadap Teransaksi Jual Beli Sukuk Ritel Dengan Menggunakan System Akad Ijarah Serta Relevansinya Dengan Perlindungan Investor*, (Semarang: Skripsi IAIN Walisongo Semarang, 2012), hlm. 58.

<sup>42</sup> Mukhtar Alshodiq, *Briefcase Books Edukasi Profesional Syariah Fatwa-fatwa Ekonomi Syariah Kontemporer*, (Jakarta: Renaisan, 2005), hlm. 46.

<sup>43</sup> *Ibid.*, hlm. 58.

<sup>44</sup> Mustafa Edwin Nasution, *Pengenalan Eksklusif Ekonomi Islam*, Cetakan ke-2 (Jakarta: Kencana, 2007), hlm. 303.

<sup>45</sup> *Ibid.*

<sup>46</sup> Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Dan Lembaga Keuangan Nomor: Kep- 130 /Bl/2006 Tentang Penerbitan Efek Syariah yang ditetapkan pada Tanggal : 23 Nopember 2006.

<sup>47</sup> Adrian Sutedi, *Aspek Hukum Obligasi dan Sukuk*, (Jakarta: Sinar Grafika. 2009), hlm. 130.

---

<sup>48</sup> Nurma Khusna Khanifa, *Tinjauan Hukum Islam Terhadap Teransaksi Jual Beli Sukuk Ritel Dengan Menggunakan System Akad Ijarah Serta Relevansinya Dengan Perlindungan Investor*, (Semarang: Skripsi IAIN Walisongo Semarang, 2012), hlm. 75.

<sup>49</sup> Muhammad, *Aspek Hukum dalam Muamalat*, (Yogyakarta: Graha Ilmu, 2007), hlm. 143.

<sup>50</sup> Nurma Khusna Khanifa, *Tinjauan Hukum Islam Terhadap Teransaksi Jual Beli Sukuk Ritel Dengan Menggunakan System Akad Ijarah Serta Relevansinya Dengan Perlindungan Investor*, (Semarang: Skripsi IAIN Walisongo Semarang, 2012), hlm. 76.

<sup>51</sup> Indah Yuliana, *Investasi Produk Keuangan Syariah*, (Malang: UIN Maliki Malang, 2010), hlm. 150.