

BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN

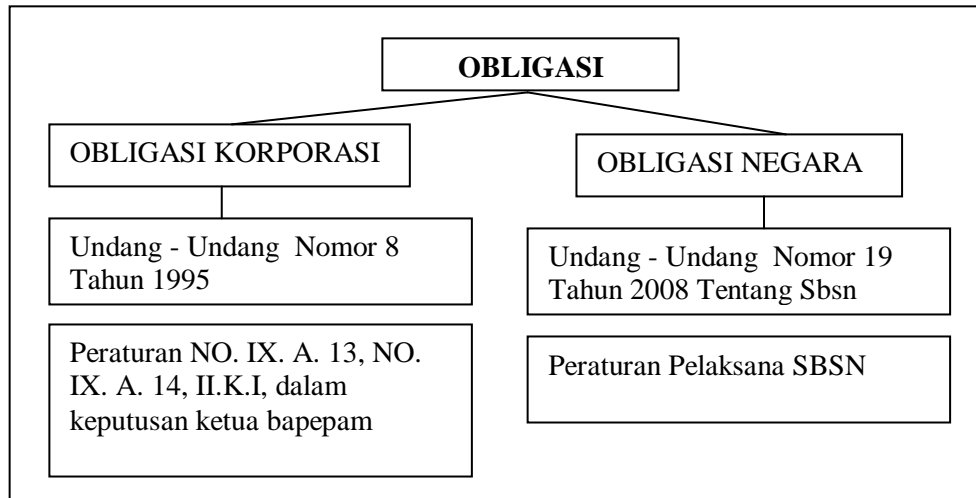
A. Analisis Regulasi Dan Proses Penerbitan Obligasi Konvensional Dan Obligasi Syariah (Sukuk) Akad *Mudharabah* Dalam Pasar Modal Di Indonesia

Sebelum menjelaskan tentang risiko gagal bayar (*default*) dalam pasar modal syariah maka terlebih dahulu menjelaskan tentang pengaturan dan proses penerbitan obligasi konvensional dan obligasi syariah akad *Mudharabah*. Dalam menganalisa bahasan tentang pengaturan dan proses penerbitan obligasi konvensional dan obligasi syariah akad *Mudharabah* regulasi yang berkaitan dengan proses penerbitan obligasi yaitu yang kaitanya dengan penerbitan obligasi konvensional ada Undang - Undang No. 8 tahun 1995 tentang pasar modal dan yang berkaitan dengan obligasi syariah akad *Mudharabah* ada dalam Fatwa DSN No. 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah dengan Fatwa DSN No. 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi syariah *Mudharabah* dan POJK No. 18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk dengan POJK No. 53 /POJK.04/2015 Tentang Akad yang Digunakan Dalam Penerbitan Efek Syariah.

1. Regulasi dan Proses Penerbitan Obligasi Konvensional Dalam Pasar Modal Di Indonesia

Pada dasarnya penerbitan obligasi di Indonesia dibagi menjadi 2 jenis yaitu obligasi korporasi yang diterbitkan oleh pihak swasta dan obligasi negara yang diterbitkan oleh pemerintah. Dalam pengaturannya atau dasar hukum penerbitannya juga berbeda, yaitu :

Bagan 4. 1
Jenis Penerbitan Obligasi di Indonesia
Sumber : Bahan Hukum Primer, Diolah, Tahun 2017



Yang dibahas pada kali ini adalah obligasi swasta yang dimana obligasi dikeluarkan oleh perusahaan atau *corporate* swasta akan tetapi tetap dibawah pengawasan lembaga keuangan milik negara.

1.1 Penerbitan Obligasi Konvensional Menurut Undang –Undang Nomor 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal

Telah dijelaskan sebelumnya dalam tinjauan pustaka tentang obligasi yang menyatakan bahwa obligasi atau *bond* adalah surat hutang jangka panjang yang dikeluarkan oleh penjamin dapat berupa perusahaan atau pemerintah dengan kewajiban untuk membayar kepada *bond holder* (pemegang obligasi) dengan jumlah bunga tetap pada tanggal jatuh tempo yang telah ditentukan dalam perjanjian¹. Instrumen obligasi dalam Undang - Undang No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal dimasukan kedalam pengertian efek atau istilah efek. Menurut Pasal 1 butir 34 Keputusan Menteri Keuangan No. 1548/KMK.013/1990

¹ Athur J. Keown, et.al., *Basic Financial Management, 7th Edition*, (Prentice Hall International 1996), hlm. 252.

sebagaimana telah diubah dengan Keputusan Menteri Keuangan No. 119/KMK.010/1991 tentang obligasi yaitu²:

“Obligasi adalah bukti utang yang sekurang-kurangnya 3 (tiga) tahun sejak tanggal emisi diterbitkan oleh emiten yang mengandung janji pembayaran bunga atau janji lainnya serta pelunasan pokok pinjaman yang dilakukan pada tanggal jatuh tempo”³

Obligasi secara sederhana dapat disebut dengan utang, tetapi dalam bentuk sekuriti. Penerbit obligasi dapat disebut dengan si peminjam atau debitur atau emiten, sedangkan pemegang obligasi dapat disebut juga dengan pemberi pinjaman atau kreditor atau investor dan bunga pinjaman yang harus dikembalikan oleh emiten kepada investor sering disebut dengan kupon obligasi. Dengan diterbitkannya obligasi ini, dimungkinkan bagi emiten memperoleh dana dari luar guna pembiayaan investasi jangka panjangnya.

Setiap badan hukum dapat menerbitkan obligasi namun peraturan yang mengatur tentang tata cara penerbitan obligasi ini sangat ketat sekali.

Penggolongan penerbit obligasi biasanya terdiri atas⁴:

1. Bank Investasi Eropa (*European Investment Bank*) atau Bank Pembangunan Asia (*Asian Development Bank*) sebagai Lembaga Supernatural⁵.
2. Pemerintah suatu negara menerbitkan obligasi pemerintah dalam mata uang negaranya maupun obligasi internasional (*sovereign bond*) dengan dominasi valuta asing dalam obligasi pemerintahnya.

² Pasal 1 butir 34 Keputusan Menteri Keuangan No. 1548/KMK.013/1990 sebagaimana telah diubah dengan Keputusan Menteri Keuangan No. 119/KMK.010/1991 tentang obligasi

³ Dilihat dari Pasal 1 butir 34 Keputusan Menteri Keuangan No. 1548/KMK.013/1990 sebagaimana telah diubah dengan Keputusan Menteri Keuangan No. 119/KMK.010/1991 tentang obligasi

⁴ Adrian Sutedi, *Op.cit*, hlm. 3.

⁵ *Ibid.*

3. Sub-sovereign, provinsi, negara atau otoritas daerah.
4. Obligasi swasta yang diterbitkan oleh perusahaan.
5. Perusahaan ditujukan guna penerbitan suatu obligasi yang didirikan dengan suatu tujuan khusus guna menguasai aset hal ini biasa disebut dengan Efek Berangun Aset.

Pada umumnya obligasi diterbitkan dalam bentuk surat atas tunjuk. Atas dasar tersebut investor atau pemegang obligasi dianggap sebagai pemilik sah obligasi dan emiten wajib membayar bunga dan/atau pinjaman pokoknya pada waktu jatuh tempo kepada pemegang obligasi tersebut. Dalam hal ini investor cukup menunjukkan atau memperlihatkan obligasi yang dimilikinya, maka kepada yang bersangkutan dapat diberikan bunga maupun pokok obligasi. Perbedaan obligasi dengan utang piutang biasa adalah utang piutang biasanya orang-perorangan atau lembaga dengan orang perorangan secara individu ataupun antara pemberi pinjaman berhadapan dengan satu peminjam perusahaan lainnya. Sementara, obligasi lebih bersifat antara satu peminjam dengan sekelompok pemberi pinjaman yang jumlahnya bisa ratusan, ribuan atau puluhan ribu orang⁶.

Dasar penerbitan obligasi adalah perjanjian utang piutang yang sebagaimana diatur dalam pasal 1754 KUHPdt yang dalam pasalnya menjelaskan perjanjian yang mana terdapat pihak yang bersedia menyerahkan uang dengan jumlah tertentu atau barang tertentu kepada pihak lain yang dimana pihak lain bersedia untuk mengembalikan uang atau barang tertentu tersebut dengan jumlah dan keadaan yang sama. Selain itu penerbitan obligasi mengharuskan emiten untuk membuat surat pengakuan hutang yang dibuat secara otentik di depan notaris

⁶*Ibid*, hlm. 4.

dengan syarat perjanjian yang sesuai dengan pasal 1320 KUHPdt dan ketentuan yang ada dalam Undang - Undang pasar modal⁷.

“Ketentuan syarat sah perjanjian pasal 1320 KUPdt dibutuhkan 4 syarat yaitu⁸:

1. Sepakat mereka yang mengikatkan dirinya
2. Kecakapan untuk membuat suatu perikatan
3. Suatu hal tertentu
4. Sebuah sebab yang halal”

Dalam penerbitan obligasi yang dimana terdapat perjanjian pengakuan hutang didalamnya harus menganut syarat sah dalam pasal 1320 KUHPdt yang pada dasarnya terdapat syarat subjektif dan syarat objektif. Dalam syarat subjektif yaitu kesepakatan dan kecakapan yang dimana jika dilanggar maka perjanjian dapat dibatalkan sedangkan untuk syarat objektif yang memenuhi adanya objek tertentu dan klausul halal, jika syarat ini dilanggar maka suatu perjanjian akan batal demi hukum. Selain itu dalam pembuatan perjanjian baik pihak investor maupun pihak emiten wajib mematuhi perjanjian tersebut sebagai undang - undang yang mengikat mereka sebagaimana di jelaskan dalam pasal 1338 KUHPdt. sehingga dalam hal penerbitan obligasi yang menghasilkan perjanjian obligasi harus sesuai dengan syarat sah pada pasal 1320 KUHPdt dan mengikat para pihak.

Karena dalam obligasi melibatkan banyak orang, tidak mungkin dihadapi satu per satu, kemudian diciptakanlah Lembaga Wali Amanat yang merupakan perantara para investor yang jumlahnya banyak tersebut dengan emiten yang dalam setiap penerbitannya jumlahnya hanya satu. karena emiten berhadapan dengan begitu banyak investor maka undang - undang menganggap efek utang

⁷ Ketentuan Umum tentang pengertian Perjanjian Perwaliamatan diatur dalam peraturan nomor VI. C. 4 pada Keputusan Ketua Bapepam Nomor KEP-412/BL/2010.

⁸ Pasal 1320 Kitab Undang - Undang Hukum Perdata

obligasi sifatnya sepihak, yang dinyatakan oleh emiten. Karena sifat dalam penerbitan yang demikian maka dibentuklah lembaga wali amanat tersebut.

Wali amanat inilah yang dianggap mewakili para investor berhadapan dengan emiten tersebut, yang berurusan dengan pengadilan⁹. Karena kedudukan tersebut, dalam suatu penerbitan obligasi, para investor demi hukum dianggap telah memberikan kuasa kepada wali amanat, meskipun dalam penunjukan wali amanat dilakukan oleh penerbit obligasi (debitur). Undang - Undang pasar modal juga secara tegas menyatakan bahwa wali amanat diwajibkan untuk memberikan ganti rugi kepada investor atas kerugian karena kelalaiannya dalam pelaksanaan tugasnya. Hubungan antara emiten dengan wali amanat diatur dalam perjanjian perwaliamentan¹⁰.

Karena sifatnya hubungannya antara investor yang demikian, adanya wali amanat dalam suatu penerbitan obligasi merupakan suatu keharusan, maka undang - undang telah melihat dengan tegas dan tidak menorerir adanya hubungan atau keadaan yang dapat menyebabkan benturan kepentingan di antara wali amanat dengan emiten. Oleh karena itu hanya lembaga tertentu yang berkredibilitas yang dapat menjadi wali amanat, dalam hal ini undang - undang baru menunjuk bank umum atau pihak lain yang telah ditetapkan oleh peraturan pemerintah yang dapat menjalankan kegiatan usaha sebagai wali amanat¹¹. Hal ini dapat dimengerti, karena selain berurusan dengan uang, menjadi wali amanat juga merupakan tugas yang unsur kepercayaannya sangat ditekankan. Sehingga tidak heran apabila wali

⁹Pasal 1 angka 30 Undang - Undang No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal

¹⁰Pasal 52 Undang - Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal

¹¹Pasal 50 ayat (1) UNDANG - UNDANG No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal, jo pasal 6 Undang - Undang Nomor 7 tahun 1992 tentang Perbankan sebagaimana telah diubah oleh Undang - Undang Nomor 10 tahun 1998 tentang Perubahan Atas Undang - Undang No. 7 tahun 1992 tentang Perbankan.

amanat ini memang suatu fungsi yang pantas di bebaskan atau diterima oleh bank sebagai suatu lembaga.

Obligasi telah di proses sebelum pihak pemegang obligasi ada. Pemegang obligasi muncul setelah adanya perjanjian perwaliamatan atau perikatannya telah ada. Sehingga untuk mengetahui apakah suatu perjanjian perwaliamatan telah memenuhi hak-hak investor, maka wali amanat dan emiten dalam membuat perjanjian perwaliamatan harus memperhatikan hal-hal berikut yaitu¹²:

- a. Identitas para pihak
- b. Utang pokok
- c. Jatuh tempo utang pokok
- d. Bunga
- e. Jaminan (jika ada)
- f. Hak kutamaan (senioritas) dari efek
- g. Sanksi
- h. Penyesihan dana untuk pembayaran pokok atau bunga (jika ada)
- i. Batasan-batasan terhadap emiten
- j. Pemerigkatan efek bersifat utang
- k. Penggunaan dana
- l. Tugas dan kewajiabn agen pembayaran
- m. Efek berdifat utang dalam dominasi mata uang rupiah
- n. Amortisasi (hak suara dan hak untuk menghadiri Rapat umum pemegang efek bersifat utang) efek bersifat hutang
- o. Pembelia kembali efek bersifat utang

¹² Ketentuan Umum tentang pengertian Perjanjian Perwaliamatan diatur dalam peraturan nomor VI. C. 4 pada Keputusan Ketua BapepamNo. KEP-412/BL/2010.

- p. Rapat umum pemegang efek bersifat utang
- q. Penunjukan, penggantian dan berakhirnya tugas wali amanat
- r. Keadaan lalai
- s. Wewenang wali amanat

Setidaknya dalam membuat perjanjian perwaliamentan harus memuat hal-hal yang disebutkan di atas dan selebihnya dapat ditentukan oleh pihak emiten dan investor selaku para pihak. Rincian kegiatan atau tugas wali amanat dijelaskan dan dibedakan dalam tiga proses, yaitu

1. Sebelum proses emisi

Sebelum diterbitkannya obligasi, wali amanat bersama lembaga-lembaga lainnya akan berkomunikasi dengan emiten, untuk menganalisis keadaan keuangan dari emiten. Dari analisis tersebut akan memunculkan hasil apakah keadaan keuangan emiten dalam keadaan baik atau buruk, bagaimana proyeksi keuangannya, apakah emiten tersebut akan mampu melakukan pembayaran kewajiban atas obligasi tersebut, yang dalam hal ini kewajiban pokok emiten adalah melakukan pembayaran bunga yang telah diperjanjikan dan melakukan pembayaran pokok pada saat yang telah ditentukan¹³.

Selain itu wali amanat juga harus membuat pernyataan yang ditandatangani olehnya yang menyatakan bahwa wali amanat telah melakukan pemeriksaan terhadap emiten tersebut dan menyatakan bahwa emiten tersebut siap untuk menerbitkan obligasi. Selain itu wali amanat juga harus menyatakan bahwa siap untuk melaksanakan isi perjanjian

¹³Kewajiban Wali amanat sebelum penandatanganan perjanjian perwaliamentan diatur dalam peraturan nomor VI. C. 4 pada Keputusan Ketua Bapepam No. KEP-412/BL/2010.

perwaliamanatan serta mengawasi emiten atas kegiatan usaha dan pengelolaan keuangan emiten serta akan mengambil tindakan jika dirasa emiten melakukan pelanggaran dalam perjanjian perwaliamanatan¹⁴.

2. Saat proses emisi

Wali amanat bersama lembaga lainnya dalam hal ini adalah *underwriter* dan konsultan hukum akan menentukan hak-hak investor. Hak-hak tersebut akan dibicarakan dengan emiten untuk kemudian dimasukkan kedalam perjanjian perwaliamatan. Hak-hak pemegang obligasi tersebut antara lain adalah hak atas pembayaran bunga, hak atas pembayaran pokok utang, tanggal-tanggal pembayaran, dan hak untuk memperoleh jaminan, baik jaminan preferen maupun tidak. Pemegang obligasi diwajibkan untuk mengetahui ranting dari obligasi yang diterbitkan. Ranting tersebut dilakukan oleh lembaga ranting dan dicantumkan dalam perjanjian perwaliamanatan. Hak pemegang obligasi lainnya adalah hak untuk memperoleh laporan-laporan selama jangka waktu obligasi tentang bagaimana status obligasi yang telah dibelinya. Kesemuanya itu akan didiskusikan dengan emiten dan dimasukkan ke dalam perjanjian perwaliamanatan sebagai dasar perikatan antara wali amanat, emiten dan pemegang obligasi.

Tugas lainnya dalah membantu proses pengajuan pernyataan pendaftaran kepada Bappepam yang dalam hal ini telah digantikan oleh OJKagar obligasi diberikan izin efektif oleh OJK. Wali amanat juga akan membantu dalam memasukan data-data yang ada kedalam perjanjian

¹⁴*Ibid.*

perwaliamanatan ke dalam prospektus. Tujuannya adalah agar apa saja yang telah diperjanjikan dalam perjanjian perwaliamanatan dapat diketahui oleh calon pembeli dimanapara calon pembeli akan melakukan penelitian melalui prospektus tersebut. Selain tentang hak-hak pemegang obligasi, wali amanat juga memasukan data kualifikasi wali amanat dalam prospektus agar para pemegang obligasi yang akan melakukan pembelian dapat mengetahui siapa dan bagaimana waliamanat yang mewakili kepentingan para pemegang obligasi tersebut.

Wali amanat juga menyiapkan surat-surat yang diperlukan dari wali amanat itu sendiri. Antara lain membuat surat pernyataan tidak memiliki hubungan afiliasi dan akan bertindak secara independen dalam melakukan tindakan selaku wali amanat. Apabila surat pernyataan tersebut telah disampaikan kepada OJK, maka OJK akan memberikan ijin efektif. Jika ijin efektif ini telah diberikan, barulah obligasi dapat dijual kepada masyarakat. Setelah terjual semua maka di mulailah tanggal emisi dimana emiten sudah benar-benar berhutang kepada pemegang obligasi.

3. Setelah emisi obligasi

Pada saat obligasi sudah berjalan dan sudah dipegang oleh pemegang obligasi, wali amanat akan melakukan pemantauan atas pemenuhan kewajiban-kewajiban kepada emiten sebagaimana telah diperjanjikan dalam perjanjian perwaliamanatan. Atas dasar pemantauan tersebut, wali amanat akan memberitahukan hal-hal penting dari hasil pemantauan yang ditemukannya kepada pemegang obligasi. Apabila dari

pemantauan tersebut dirasakan perlu diadakan pertemuan antara emiten dengan pemegang obligasi atau apabila ada hal-hal yang penting untuk diadakan pertemuan dengan pemegang obligasi, maka wali amanat akan melakukan Rapat yang diselenggarakan sebagai bentuk Umum Pemegang Obligasi dapat disingkat dengan RUPO.

Wali amanat juga membantu emiten sehubungan dengan permasalahan yang timbul pada saat emisi obligasi dengan memberikan klarifikasi atau penjelasan atas masalah-masalah yang harus diutarakan kepada pemegang obligasi dan para pihak yang bersangkutan. Dalam memberikan bantuan tersebut, wali amanat tetap akan berpihak kepada pemegang obligasi sebagai pihak yang diwakilinya sehingga jangan sampai ada hak-hak yang dirugikan oleh pihak emiten atau pihak lainnya. Wali amanat sebagai lembaga yang memberikan perlindungan dalam proses pembuatan perjanjian perwaliamatan dan pemantauan terhadap perikatan tersebut untuk kepentingan pemegang obligasi (investor).

Oleh karena itu wali amanat dilarang atau tidak boleh memiliki hubungan kredit dengan emiten, tidak boleh memiliki hubungan afiliasi dengan emiten dan wali amanat tidak boleh merangkap sebagai *guarantor* atau penanggung¹⁵. Ketiga hal tersebut merupakan batasan yang diberikan kepada wali amanat yang tujuannya untuk melindungi kepentingan pemegang obligasi (investor).

Penentuan bunga dilakukan oleh emiten dengan *underwriter*, karena pihak *underwriter* yang akan menjualkan kepada masyarakat atas

¹⁵Larangan Wali amat dalam peraturanNo. VI. C. 4 pada Keputusan Ketua Bapepam dan LK nomor KEP- 412/BL/2010.

obligasi yang diterbitkan. Wali amanat akan memantau negosiasi atas besarnya bunga yang akan disepakati oleh kedua belah pihak, kemudian akan memasukannya secara jelas dan tegas ke dalam perjanjian perwaliamanatan, sebab hal itulah yang harus dipenuhi oleh emiten selama jangka waktu obligasi. Setelah dilakukannya negosiasi tentang besarnya bunga beserta tanggal pembayarannya dan tanggal pembayaran dari pokok obligasi itu sendiri, wali amanat akan menanyakan kepada emiten tentang bagaimana sarana atau cara penyediaan dana untuk melakukan pembayaran tersebut. Wali amanat akan melakukan negosiasi apakah emiten akan langsung menyediakan *sinking fund* setiap saat atau langsung menyediakan dana pada saat tanggal pembayaran. Dalam hal ini wali amanat akan memproteksi pemegang obligasi, dimana sebisa mungkin jauh dari sebelum tanggal pembayaran bunga maupun pokok obligasi, emiten sudah menyediakan dananya. Sehingga pemegang obligasi akan merasa aman dan yakin bahwa bunga maupun pokok obligasi yang akan dibayarkan tersebut sudah tersedia dananya.

Wali amanat juga melakukan negosiasi dengan emiten agar sebisa mungkin pemegang obligasi memiliki jaminan *preferen*. Apabila tidak jaminan *preferen* dan di kemudian hari terjadi sesuatu yang tidak diinginkan, maka wali amanat akan *pari pasu* dengan kreditur lainnya dan wali amanat tidak dapat melakukan eksekusi secara mandiri terhadap kelalaian yang dilakukan oleh emiten. Alasan emiten tidak memberikan jaminan *preferen* adalah karena sudah ada perikatan dengan kreditor lainnya yang menentukan tidak diperbolehkannya memberikan jaminan

preferen dan perjanjian tersebut menyatakan bahwa setiap utang yang timbul berikutnya harus *pari pasu* dengan kreditor lainnya. Akan tetapi dalam hal ini wali amanat akan mengupayakan semaksimal mungkin bahwa pemegang obligasi akan aman.

Pemantauan yang telah dilakukan oleh wali amanat akan dilaporkan kepada pemegang obligasi, OJK dan Bursa Efek Indonesia (BEI) agar semua pihak mengetahui kondisi obligasi. Apabila dari hasil pemantauan tersebut ternyata berjalan dengan baik sesuai dengan perjanjian maka tidak akan dilakukan pelaporan pada pemegang obligasi. Akan tetapi jika sebaliknya dalam pemantauan terdapat hal-hal yang dilanggar dan tidak sesuai dengan perjanjian perwaliamanatan, maka wali amanat akan memberitahukan hasil pemantauan kepada emiten terlebih dahulu. Dalam hal ini wali amanat melakukan pencocokan terhadap kondisi *real* yang ada pada emiten. Apabila sesuai dan emiten mengakuinya atau bahkan diam saja, maka wali amanat akan melakukan peneguran atau memberikan peringatan untuk memperbaikinya dan mengembalikan kepada kondisi sesuai dengan kesepakatan dalam perjanjian perwaliamanatan. Apabila sudah dilakukan peneguran, baik lisan maupun tulisan, dalam jangka waktu yang telah ditetapkan dalam perjanjian, tetapi emiten tidak melakukan perbaikan maka wali amanat akan memberitahukan kepada pemegang obligasi dengan mengumumkannya di surat kabar harian. Dan jika wali amanat telah melakukan peneguran dan pengumuman di surat kabar, tetapi emiten tetap tidak mengindahkan, maka wali amanat akan memanggil

pemegang obligasi untuk melakukan RUPO. Dalam melakukan ini semua, wali amanat mengacu pada ketentuan perjanjian yang telah disepakati.

Dengan di uraikannya beberapa kegiatan wali amanat diatas maka dapat disimpulkan, bahwa wali amanat merupakan wakil atau *trust* utuk kepentingan pemegang obligasi. wali amanat bertindak sejak awal sebelum obligasi di proses sampai setelah terjadinya emisi. Wali amanat bersama dengan lembaga-lembaga terkait melakukan penilaian dan pemantauan keuangan serta memasukan hal-hal yang harus dipenuhi oleh emiten terhadap pemegang obligasi sehubungan dengan adanya obligasi tersebut. Ketika oligasi sudah ditawarkan kepada masyarakat, wali amanat bertugas sebagai pemantau yang kemudian akan dilaporkan kepada pemegang obligasi, OJK dan BEI. Apabila dilakukan peneguran emiten atas kelalaiannya, tetapi emiten tidak mengindahkannya maka wali amanat berhak mengadakan RUPO untuk menentukan apakah obligasi yang bersangkutan akan dilanjutkan atau tidak sesuai dengan perjanjian perwaliamanatan.

1.1.1 Presedur Emisi Obligasi

Emisi obligasi adalah kegiatan untuk melakukan penjualan obligasi yang mengakibatkan emiten memperoleh dana guna usahanya dan di lain pihak bagi para investor maka ia telah melakukan investasi jangka panjang. Penerbitan dan penjualan obligasi harus mengikuti standar mekanisme yang berlaku di bursa efek, yaitu sebagai berikut¹⁶:

1. a. Apabila emiten adalah sebuah perseroan terbatas (PT), maka harus diadakan Rapat yang diselenggarakan sebagai bentuk Umum Pemegang

¹⁶ Munir fuady, *Op.cit*, hlm. 15.

Obligasi dapat disingkat dengan RUPO yang menyetujui penerbitan obligasi tersebut.

- b. Apabila emiten adalah pemerintah daerah maka rencana penerbitan dan penjualan obligasi harus didasarkan pada Peraturan Daerah yang intinya menyetujui rencana penerbitan dan penjualan obligasi tersebut.
 - c. Apabila emiten adalah negara maka rencana penerbitan obligasi tersebut harus didasarkan pada suatu keputusan presiden, sebagai kepala eksekutif.
2. Setelah mendapatkan surat pernyataan dari Rapat yang diselenggarakan sebagai bentuk Umum Pemegang Obligasi dapat disingkat dengan RUPO (untuk obligasi perusahaan), Perda (untuk obligasi daerah), dan Keppres (untuk obligasi negara), oleh karena itu calon emiten dapat mengajukan pernyataan kepada OJK tentang persetujuan tentang penerbitan obligasi dan penjualan melalui bursa efek, dokumen tersebut sering disebut maksud (*letter of intent*).
3. Lembaga atau profesi penunjang pasar modal seperti akuntan publik, wali amanat, *underwriter*, *trustee*, *guarantor* dan konsultan hukum segera dibentuk ketika OJK telah memberikan persetujuan atas rencana emisi tersebut. Ada 2 (dua) cara dalam Penunjukan lembaga atau profesi terkait, yaitu :
- a. Penunjukan secara langsung, penunjukan secara langsung dilakukan bila emiten sudah memiliki hubungan kerja yang dekat dan sudah mengetahui reputasi dan kemampuan lembaga atau profesi penunjang tersebut.

- b. Penunjukan melalui tender, penunjukan melalui tender biasanya dengan mengajukan penawaran, dan emiten menseleksi dan menentukan pemilihannya terhadap pelayanan terbaik dan imbalan yang murah kepada lembaga atau profesi.
4. Lembaga dan profesi penunjang yang ditetapkan sebelumnya tersebut mulai berkerja berdasarkan suatu perjanjian yang mengatur dokumen-dokumen yang masing-masing berhubungan dengan rancana penerbitan obligasi. Antara lembaga dan profesi penunjang tersebut harus bekerja sama secara koordinatif untuk mendukung terlaksananya penerbitan dan penjualan obligasi tersebut.
5. *Underwriter* bertugas menyampaikan pernyataan pendaftaran emisi obligasi kepada OJK, yang dilampiri dengan beberapa dokumen seperti :
 - a. Rancangan propektus
 - b. Laporan keuangan
 - c. Akta perjanjian antara *underwriter* dengan emiten
 - d. Akta perjanjian perwaliamatan
 - e. Akta penanggungan yang ditandatangani bersama dengan *guarantor*
 - f. Dan dokumen lainnya.
6. Setelah OJK menyatakan bahwa dokumen tersebut lengkap dan dinyatakan memenuhi syarat, kemudian OJK mengadakan *final hearing* (pendapat terakhir) dengan semua lembaga terkait yang terlibat dalam rencana penerbitan obligasi. Forum dibuka dengan pidato emiten tentang maksud, tujuan, persyaratan, dan persiapan emiten dalam rangka penerbitan obligasi. OJK mengajukan pertanyaan menyangkut aspek

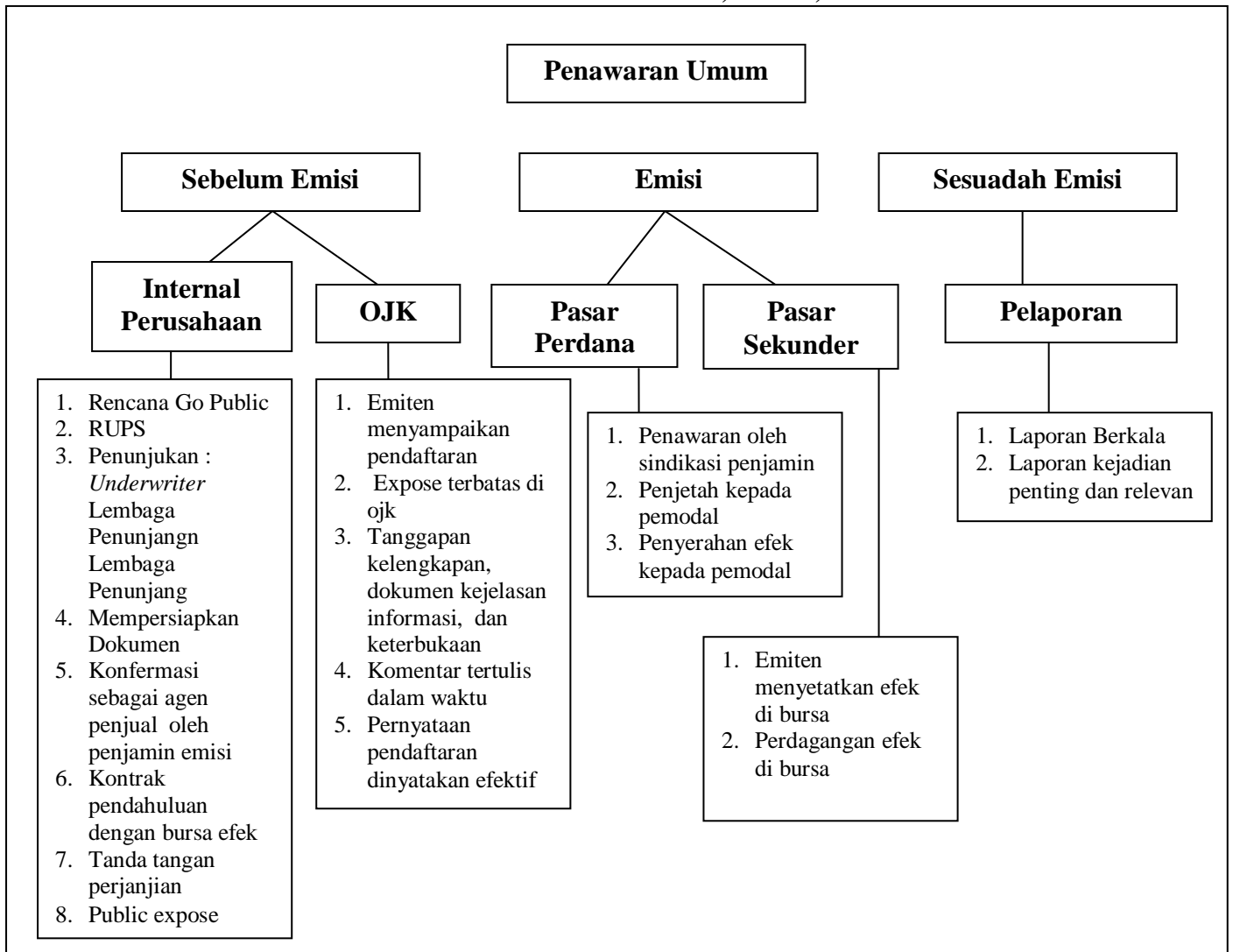
hukum, aspek produksi atau pemasaran, aspek manajemen, aspek akuntansi atau perpajakan, dan aspek ke bursa. Dan hasil dari *final hearing* ini, kemudian Menteri Keuangan RI melalui OJK, mengeluarkan Surat Ijin Emisi.

7. Penjualan obligasi di pasar perdana yang kemudian diikuti dengan penjualan di pasar sekunder.

1.1.2 Mekanisme Penjualan Obligasi Konvensional dalam Penawaran Umum

Setelah proses emisi selesai maka tahap berikutnya adalah penjualan obligasi ke pasar perdana maupun pasar sekunder yang dijelaskan dalam tabel berikut secara keseluruhan tentang penawaran umum. Berikut adalah skema penawaran umum di pasar modal Indonesia :

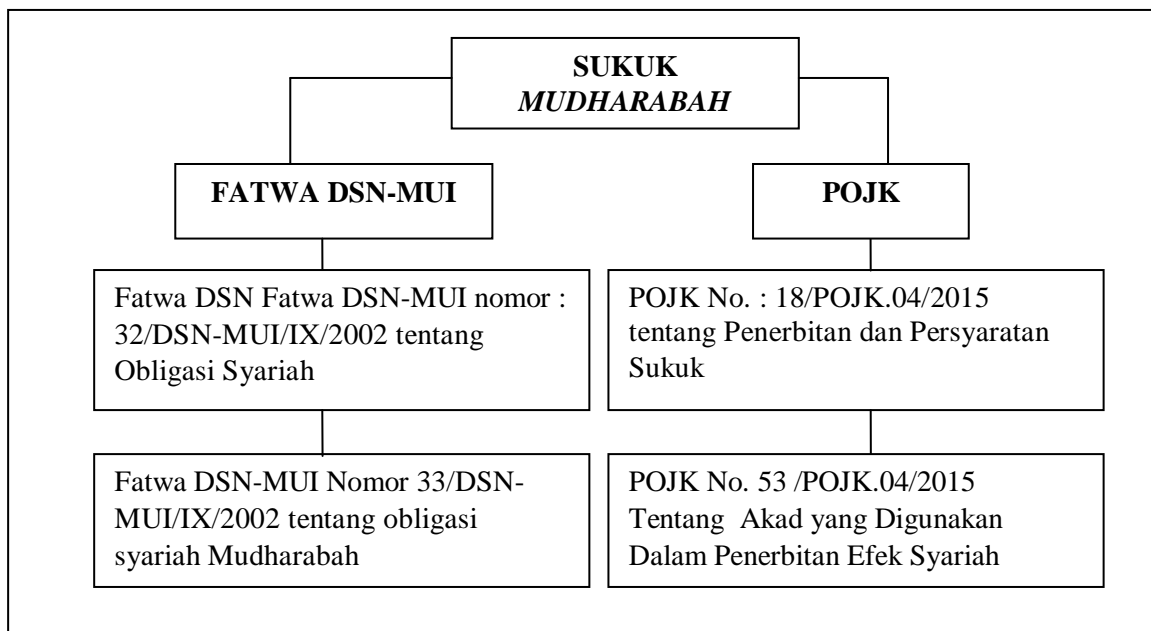
Bagan 4.2
Skema Penawaran Umum dalam Obligasi Konvensional
Sumber : Bahan Hukum Primer, Diolah, Tahun 2017



2. Regulasi dan Proses Penerbitan Obligasi Syariah Akad *Mudharabah* Dalam Pasar Modal Di Indonesia

Berkembangnya pasar modal di Indonesia membuat semakin berkembangnya pengaturan tentang pasar modal syariah, terutama dalam hal penerbitan obligasi syariah atau lebih kerennya disebut sukuk, oleh karena itu pembahas akan membahas penerbitan sukuk terutama akad *Mudharabah*. Berikut ada bagan pengaturan penerbitan menurut penulis.

Bagan 4.3
Pengaturan Penerbitan Sukuk
Sumber : Bahan Hukum Primer, diolah, tahun 2017



Selanjutnya menjelaskan dan menganalisa tentang penerbitan sukuk sesuai dengan peraturan diatas.

2.1 Penerbitan Sukuk Menurut Fatwa DSN No.32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah dan Fatwa DSN No. 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah Mudharabah

Setelah menjelaskan tentang penerbitan obligasi konvensional maka sekarang akan dijelaskan pula tentang penerbitan sukuk yang dalam hal ini di

jelaskan pada ketentuan-ketentuan Fatwa DSN-MUI. Diterbitkannya Fatwa DSN No. 32/DSN-MUI/IX/2002 menjelaskan tentang Obligasi Syariah merupakan bentuk instrumen dalam pasar modal yang selama ini didefinisikan sebagai surat utang berjangka panjang yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi dalam hal ini investor dengan ketentuan pelunasan hutang pokok pada saat jatuh tempo dan pemberian bunga pada periode tertentu, yang dalam hal ini definisi dari obligasi konvensional tidak dapat mengakomodir akan kebutuhan dari obligasi syariah.

Dalam ketentuan umum dan ketentuan khusus Fatwa DSN No. 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah menyatakan bahwa¹⁷:

“Ketentuan Umum:

1. Obligasi yang tidak dibenarkan menurut syariah yaitu obligasi yang bersifat utang dengan kewajiban membayar berdasarkan bunga;
2. Obligasi yang dibenarkan menurut syariah yaitu obligasi yang berdasarkan prinsip-prinsip syariah;
3. Obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo”¹⁸

“Ketentuan Khusus:

1. Akad yang dapat digunakan dalam penerbitan obligasi syariah antara lain:
 - a. Mudharabah(*Muqaradhah*) / *Qiradh*
 - b. Musyarakah
 - c. Murabahah
 - d. Salam
 - e. Istishna
 - f. Ijarah;
2. Jenis usaha yang dilakukan Emiten (*Mudharib*) tidak boleh bertentangan dengan syariah dengan memperhatikan substansi Fatwa DSN No. 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksa Dana Syariah;

¹⁷ Dilihat dari Fatwa DSN Fatwa DSN No. 32/DSN-MUI/IX/2002.

¹⁸ **Himpunan Peraturan Pasar Modal**, Kumpulan Fatwa DSN Terkait Pasar Modal, 2012, hlm75. Tentang ketentuan umum Fatwa DSN Fatwa DSN No. 32/DSN-MUI/IX/2002.

3. Pendapatan (hasil) investasi yang dibagikan Emiten (*Mudharib*) kepada pemegang obligasi syariah (*shahibul Mal*) harus bersih dari unsur non halal;
4. Pendapatan (hasil) yang diperoleh pemegang obligasi syariah sesuai dengan akad yang digunakan;
5. Pemindahan kepemilikan obligasi syariah mengikuti akad-akad yang digunakan”¹⁹

Dalam ketentuan khusus Fatwa DSN No.32/DSN-MUI/IX/2002 menjelaskan bahwa emiten tidak diperbolehkan untuk melakukan jenis usaha yang melanggar ketentuan atau prinsip syariah akan tetapi tidak dijelaskan secara rinci jenis usaha yang bagaimana yang bertentangan dengan syariah islam, akan tetapi dalam peraturan Fatwa DSN-MUI merupakan satu kesatuan yang berhubungan antara peraturan satu dengan peraturan yang lainnya. Sehingga penjelasan tentang jenis usaha yang dianggap melanggar ketentuan syariah dilihat dari pasal 8 dan pasal 9 Fatwa DSN No. 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksa Dana Syariah²⁰.

“Pasal 8

Jenis Usaha Emiten

1. Investasi hanya dapat dilakukan pada efek-efek yang diterbitkan oleh pihak emiten yang jenis kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan Syariah Islam.
2. Jenis kegiatan usaha yang bertentangan dengan syariah islam, antara lain, adalah :
 - a. Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang;
 - b. Usaha lembaga keuangan konvensional (*ribawi*), termasuk perbankan dan asuransi konvensional;
 - c. Usaha yang memproduksi, mendistribusi, serta memeperdagangkan makanan dan minuman yang haram;
 - d. Usaha yang memproduksi, mendistribusi dan/atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat”²¹

¹⁹*Ibid*, hlm. 76, tentang ketentuan khusus Fatwa DSN No. 32/DSN-MUI/IX/2002.

²⁰ Dilihat dari Pasal 8 dan Pasal 9 Fatwa DSN Fatwa DSN No. 20/DSN-MUI/IV/2001.

²¹*Ibid*, hlm. 70, tentang Pasal 8 Fatwa DSN Fatwa DSN No. 20/DSN-MUI/IV/2001.

“Pasal 9

Jenis Transaksi yang Dilarang

1. Pemilihan dan pelaksanaan transaksi investasi harus dilaksanakan menurut prinsip kehati-hatian (*prudential management/ihtiyath*), serta tidak diperbolehkan melakukan spekulasi yang di dalamnya mengandung unsur *gharar*.
2. Tindakan yang dimaksud dalam ayat 1 meliputi :
 - a. *Najsy*, yaitu melakukan penawaran palsu;
 - b. *Bai al-ma'dum* yaitu melakukan penjualan atas barang yang belum dimiliki (*Short Selling*);
 - c. Insider trading yaitu menyebarluaskan informasi yang menyesatkan atau memakai informasi orang dalam untuk memperoleh keuntungan transaksi yang dilarang;
 - d. Melakukan investasi pada perusahaan yang pada saat transaksi tingkat (*nisbah*) hutangnya lebih dominan dari pada modalnya”²²

Dari penjelasan diatas tentang jenis usaha emiten yang dilarang atau bertentangan dengan syariah, dalam hal berinvestasi di sukuk emiten harus memperhatikan hal-hal di atas agar pelaksanaan sukuk sesuai dengan prinsip syariah. Lalu bagaimana dengan cara penerbitan sukuk sendiri yang dimana dalam Fatwa DSN No.32/DSN-MUI/IX/2002 tidak menjelaskan secara rinci bagaimana prosedur penerbitannya. Akan tetapi setelah meneliti ternyata penjelasan tentang penerbitan sukuk sendiri dijelaskan pada peraturan Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah dalam lampiran Keputusan Ketua Bapepam dan LK No. Kep-181/BL/2009 yang dijelaskan dalam penerbitan sukuk.

Dalam peraturan Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah yang dibuat oleh ketua Bapepam dengan merujuk pada Undang - Undang No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal gunanya memadahi peraturan tentang penerbitan efek syariah maka dijelaskan pula tentang penerbitan sukuk, berikut

²²*Ibid*, hlm. 71, tentang Pasal 9 Fatwa DSN Fatwa DSN No. 20/DSN-MUI/IV/2001.

adalah prosedur yang harus dilakukan oleh emiten dalam hal penerbitan sukuk²³:

“Penerbitan Sukuk

- a. Sepanjang tidak diatur lain dalam Peraturan ini, Emiten yang melakukan Penawaran Umum Sukuk wajib:
 - 1) Mengikuti ketentuan Peraturan Nomor IX.A.1 dan ketentuan tentang Penawaran Umum yang terkait lainnya;
 - 2) Menyampaikan kepada Bapepam dan LK, antara lain:
 - a) Hasil pemeringkatan dan kontrak perwalianan Sukuk serta Akad Syariah yang tentang penerbitan Sukuk dimaksud;
 - b) Surat pernyataan yang menyatakan bahwa:
 - (1) Kegiatan usaha yang mendasari penerbitan Sukuk tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah sebagaimana dimaksud dalam angka 1 huruf b; dan
 - (2) Selama periode Sukuk kegiatan usaha yang mendasari penerbitan Sukuk tidak akan bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah sebagaimana dimaksud dalam angka 1 huruf b.
 - c) Surat pernyataan dari Wali Amanat Sukuk yang menyatakan bahwa Wali Amanat Sukuk mempunyai pejabat penanggung jawab dan/atau tenaga ahli di bidang perwalianan dalam penerbitan Sukuk yang mengerti kegiatan-kegiatan yang bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal;
 - d) Surat pernyataan yang menyatakan kesanggupan Emiten untuk menyampaikan hasil pemeringkatan tahunan terbaru kepada Bapepam dan LK, Wali Amanat Sukuk dan Bursa Efek tempat Sukuk dicatatkan serta mengumumkan hasil pemeringkatan dimaksud paling kurang dalam satu surat kabar harian berbahasa Indonesia yang berperedaran nasional selambat-lambatnya 14 (empat belas) hari setelah berakhirnya masa berlaku hasil pemeringkatan tahunan terakhir;
 - e) Surat pernyataan yang menyatakan kesanggupan Emiten untuk menyampaikan hasil pemeringkatan terbaru, pernyataan atau pendapat dari perusahaan pemeringkat efek (termasuk pencabutan/pembatalan peringkat) akibat terdapatnya fakta material atau kejadian penting yang dapat mempengaruhi kemampuan Emiten untuk memenuhi kewajibannya dan mempengaruhi risiko yang dihadapi pemegang Sukuk, kepada Bapepam dan LK, Wali Amanat Sukuk dan Bursa Efek dimana sukuk tersebut dicatatkan, paling kurang dalam satu surat kabar harian berbahasa Indonesia yang berperedaran nasional, paling lambat akhir hari kerja ke-2 (kedua) setelah diterimanya hasil pemeringkatan baru, pernyataan, atau pendapat dimaksud; dan

²³ Dilihat dari keputusan ketua Bapepam mengenai peraturan Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah.

- 3) Mengungkapkan informasi dalam Prospektus paling kurang meliputi:
 - a) Kegiatan usaha yang mendasari penerbitan Sukuk tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah sebagaimana dimaksud dalam angka 1 huruf b, dan Emiten menjamin bahwa selama periode Sukuk kegiatan usaha yang mendasari penerbitan Sukuk tidak akan bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah sebagaimana dimaksud dalam angka 1 huruf b;
 - b) Wali Amanat Sukuk mempunyai pejabat penanggungjawab dan/atau tenaga ahli di bidang perwaliamanatan dalam penerbitan Sukuk yang mengerti kegiatan-kegiatan yang bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal;
 - c) Jenis Akad Syariah dan skema transaksi syariah yang digunakan dalam penerbitan Sukuk, yang disertai dengan penjelasan tentang skema transaksi syariah;
 - d) Ringkasan Akad Syariah atau perjanjian berdasarkan syariah yang dilakukan oleh para Pihak;
 - e) Sumber pendapatan yang menjadi dasar penghitungan pembayaran bagi hasil, marjin, atau imbal jasa (*fee*);
 - f) Besaran nisbah pembayaran bagi hasil, marjin, atau imbal jasa (*fee*);
 - g) Rencana jadwal dan tata cara pembagian dan/atau pembayaran bagi hasil, marjin, atau imbal jasa (*fee*); dan
 - h) Hasil pemeringkatan Sukuk.
- b. Kontrak perwaliamanatan penerbitan Sukuk wajib paling kurang memuat:
 - 1) Uraian tentang Akad Syariah yang mendasari diterbitkannya Sukuk;
 - 2) Penggunaan dana hasil penerbitan Sukuk sesuai dengan karakteristik Akad Syariah;
 - 3) Sumber dana yang digunakan untuk melakukan pembayaran imbal hasil sesuai dengan karakteristik Akad Syariah;
 - 4) Besaran nisbah pembayaran bagi hasil, marjin, atau imbal jasa (*fee*);
 - 5) Rencana jadwal dan tata cara pembagian dan/atau pembayaran bagi hasil, marjin, atau imbal jasa (*fee*);
 - 6) Kewajiban Wali Amanat Sukuk untuk mengambil segala tindakan yang diperlukan dalam rangka memastikan kepatuhan Emiten terhadap Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal;
 - 7) Tindakan yang harus dilakukan dalam hal Emiten akan mengubah jenis Akad Syariah, isi Akad Syariah, kegiatan usaha dan/atau aset tertentu yang mendasari penerbitan Sukuk;
 - 8) Perubahan jenis Akad Syariah, isi Akad Syariah, kegiatan usaha dan/atau aset tertentu yang mendasari penerbitan Sukuk wajib terlebih dahulu disetujui oleh Rapat Umum Pemegang Sukuk (RUP Sukuk);
 - 9) Mekanisme pemenuhan hak pemegang Sukuk yang tidak setuju terhadap perubahan dimaksud;
 - 10) Ketentuan yang menyebutkan bahwa pelanggaran terhadap ketentuan angka 7), angka 8) dan angka 9) di atas dapat dijadikan alasan untuk menyatakan bahwa Emiten gagal dalam memenuhi kewajibannya; dan

- 11) Mekanisme penanganan dalam hal terjadi kegagalan dalam memenuhi kewajiban.
- c. Dalam hal terjadi perubahan jenis Akad Syariah, isi Akad Syariah, kegiatan usaha dan/atau aset tertentu yang mendasari penerbitan Sukuk sehingga bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal, maka Sukuk tersebut menjadi batal demi hukum dan Emiten wajib menyelesaikan seluruh kewajibannya kepada pemegang Sukuk.
 - d. Emiten dan Wali Amanat Sukuk wajib melaksanakan seluruh ketentuan yang diatur dalam kontrak perwaliamanatan.
 - e. Emiten wajib menggunakan dana hasil Penawaran Umum Sukuk untuk membiayai kegiatan atau investasi yang tidak bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal.
 - f. Emiten wajib menyampaikan laporan kepada Bapepam dan LK dan mengumumkan kepada masyarakat melalui Bursa Efek paling lambat satu hari kerja setelah terpenuhinya kondisi sebagai berikut:
 - 1) Seluruh dana hasil Penawaran Umum Sukuk telah diterima oleh Emiten; dan/atau
 - 2) Dana yang diterima sudah mulai digunakan sesuai dengan tujuan penerbitan Sukuk.
 - g. Dalam hal ketentuan sebagaimana dimaksud dalam huruf f butir 1) telah terpenuhi, maka perdagangan Sukuk selain Sukuk Mudharabah dan/atau musyarakah telah memenuhi Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal.
 - h. Dalam hal ketentuan sebagaimana dimaksud dalam huruf f belum terpenuhi, maka perdagangan Sukuk Mudharabah dan/atau musyarakah memenuhi Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal hanya jika diperdagangkan pada harga nominal”²⁴

Dalam menerbitkan sukuk selain memperhatikan hal-hal diatas tetapi juga dikembalikan pada jenis akad yang digunakan dalam hal ini untuk menganalisa tentang akad Mudharabah. Penerbitan sukuk akad Mudharabah ini memperhatikan ketentuan Fatwa DSN No. 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi syariah Mudharabah, yang juga dijelaskan tentang ketentuan umum dan khususnya, berikut adalah penjelasannya²⁵:

“Ketentuan Umum

1. 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

²⁴*Ibid*, hlm. 7, tentang Penerbitan Sukuk dalam peraturan Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah.

²⁵ Dilihat dari ketentuan Fatwa DSN No.33/DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi syariah Mudharabah.

- pemegang Obligasi Syariah berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.
2. Obligasi Syariah Mudharabah adalah Obligasi Syariah yang berdasarkan akad Mudharabah dengan memperhatikan substansi Fatwa DSN-MUI No. 7/DSN-MUI/IV/2000 tentang Pembiayaan Mudharabah.
 3. Emiten dalam Obligasi Syariah Mudharabah adalah Mudharib sedangkan pemegang Obligasi Syariah Mudharabah adalah *Shahibul Mal*”²⁶

“Ketentuan Khusus

1. Akad yang digunakan dalam Obligasi Syariah Mudharabah adalah akad Mudharabah;
2. Jenis usaha yang dilakukan Emiten (*Mudharib*) tidak boleh bertentangan dengan syariah dengan memperhatikan substansi Fatwa DSN No. 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksa Dana Syariah;
3. Pendapatan (hasil) investasi yang dibagikan Emiten (*Mudharib*) kepada pemegang Obligasi Syariah Mudharabah (*Shahibul Mal*) harus bersih dari unsur non halal;
4. Nisbah keuntungan dalam Obligasi Syariah Mudharabah ditentukan sesuai kesepakatan, sebelum emisi (penerbitan) Obligasi Syariah Mudharabah;
5. Pembagian pendapatan (hasil) dapat dilakukan secara periodik sesuai kesepakatan, dengan ketentuan pada saat jatuh tempo diperhitungkan secara keseluruhan;
6. Pengawasan aspek syariah dilakukan oleh Dewan Pengawas Syariah atau Tim Ahli Syariah yang ditunjuk oleh Dewan Syariah Nasional MUI, sejak proses emisi Obligasi Syariah Mudharabah dimulai;
7. Apabila Emiten (*Mudharib*) lalai dan/atau melanggar syarat perjanjian dan/atau melampaui batas, *Mudharib* berkewajiban menjamin pengembalian dana Mudharabah, dan *Shahibul Mal* dapat meminta *Mudharib* untuk membuat surat pengakuan hutang;
8. Apabila Emiten (*Mudharib*) diketahui lalai dan/atau melanggar syarat perjanjian dan/atau melampaui batas kepada pihak lain, pemegang Obligasi Syariah Mudharabah (*Shahibul Mal*) dapat menarik dana Obligasi Syariah Mudharabah;
9. Kepemilikan Obligasi Syariah Mudharabah dapat dialihkan kepada pihak lain, selama disepakati dalam akad”²⁷

Sebelumnya telah dibahas dalam tinjauan pustaka tentang istilah dalam akad *Mudharabah* yaitu kata emiten atau pihak yang membutuhkan modal dalam hal akad *Mudharabah* dikenal sebagai *Mudharib*, sedangkan pihak yang

²⁶*Ibid*, hlm. 80, tentang ketentuan Umum Fatwa DSN Fatwa DSN nomor : 33/DSN-MUI/IX/2002.

²⁷*Ibid*, tentang ketentuan khusus Fatwa DSN Fatwa DSN No. 33/DSN-MUI/IX/2002.

memegang sukuk atau pemilik modal yang biasanya lebih populer disebut dengan investor dalam akad Mudharabah disebut dengan *Shahibul Mal*.

Dalam poin nomor 2 ketentuan umum menjelaskan bahwa terlaksananya akad *Mudharabah* ini tidak lepas dari peraturan Fatwa DSNNNo. 7/DSN-MUI/IV/2000 tentang Pembiayaan Mudharabah, maka ada hal yang harus diketahui oleh *Mudharib* dan *Shahibul Mal* dalam memahami akad ini. Yaitu tentang rukun dan syarat akad *Mudharabah* serta beberapa ketentuan hukum tentang akad *Mudharabah*, yang mana dalam Fatwa DSN No.33/DSN-MUI/IX/2002 tidak dibahas secara rinci. Maka berikut adalah penjabaran tentang rukun dan syarat serta beberapa ketentuan hukum dalam akad *Mudharabah*.

“Rukun dan Syarat

1. Penyedia dana (sahibul maal) dan pengelola (mudharib) harus cakap hukum.
2. Pernyataan ijab dan qabul harus dinyatakan oleh para pihak untuk menunjukkan kehendak mereka dalam mengadakan kontrak (akad), dengan memperhatikan hal-hal berikut:
 - a. Penawaran dan penerimaan harus secara eksplisit menunjukkan tujuan kontrak (akad).
 - b. Penerimaan dari penawaran dilakukan pada saat kontrak.
 - c. Akad dituangkan secara tertulis, melalui korespondensi, atau dengan menggunakan cara-cara komunikasi modern.
3. Modal ialah sejumlah uang dan/atau aset yang diberikan oleh penyedia dana kepada mudharib untuk tujuan usaha dengan syarat sebagai berikut:
 - a. Modal harus diketahui jumlah dan jenisnya.
 - b. Modal dapat berbentuk uang atau barang yang dinilai. Jika modal diberikan dalam bentuk aset, maka aset tersebut harus dinilai pada waktu akad.
 - c. Modal tidak dapat berbentuk piutang dan harus dibayarkan kepada mudharib, baik secara bertahap maupun tidak, sesuai dengan kesepakatan dalam akad.
4. Keuntungan Mudharabah adalah jumlah yang didapat sebagai kelebihan dari modal. Syarat keuntungan berikut ini harus dipenuhi:
 - a. Harus diperuntukkan bagi kedua pihak dan tidak boleh disyaratkan hanya untuk satu pihak.
 - b. Bagian keuntungan proporsional bagi setiap pihak harus diketahui dan dinyatakan pada waktu kontrak disepakati dan harus dalam bentuk prosentasi (nisbah) dari keuntungan sesuai kesepakatan. Perubahan nisbah harus berdasarkan kesepakatan.

- c. Penyedia dana menanggung semua kerugian akibat dari Mudharabah, dan pengelola tidak boleh menanggung kerugian apapun kecuali diakibatkan dari kesalahan disengaja, kelalaian, atau pelanggaran kesepakatan.
5. Kegiatan usaha oleh pengelola (mudharib), sebagai perimbangan (muqabil) modal yang disediakan oleh penyedia dana, harus memperhatikan hal-hal berikut:
- a. Kegiatan usaha adalah hak eksklusif mudharib, tanpa campur tangan penyedia dana, tetapi ia mempunyai hak untuk melakukan pengawasan.
 - b. Penyedia dana tidak boleh mempersempit tindakan pengelola sedemikian rupa yang dapat menghalangi tercapainya tujuan Mudharabah, yaitu keuntungan.
 - c. Pengelola tidak boleh menyalahi hukum Syari'ah Islam dalam tindakannya yang berhubungan dengan mudharabah, dan harus mematuhi kebiasaan yang berlaku dalam aktifitas itu”²⁸

“Beberapa Ketentuan Hukum

1. Mudharabah boleh dibatasi pada periode tertentu.
2. Kontrak tidak boleh dikaitkan (mu'allaq) dengan sebuah kejadian di masa depan yang belum tentu terjadi.
3. Pada dasarnya, dalam Mudharabah tidak ada ganti rugi, karena pada dasarnya akad ini bersifat amanah (yad al-amanah), kecuali akibat dari kesalahan disengaja, kelalaian, atau pelanggaran kesepakatan”²⁹

Dalam hal memahami penerbitan sukuk akad *Mudharabah* terutama pada peraturan Fatwa DSN-MUI tidak begitu saja dapat di mengerti dari satu peraturan akan tetapi masih mengaitkan dengan pengaturan lainnya yang dimana hal itu membuat simpang siur investor untuk memahami penerbitan sukuk yang sesuai dengan syariah. Karena Fatwa DSN-MUI belum mengeluarkan peraturan tentang penerbitan sukuk secara khusus masih terpacu dalam peraturan ketua Bapepam yang dimana parturan Bapepam tersebut juga masih mengambil sumber dari undang - undang pasar modal konvensional. Selain itu dalam akad *Mudharabah* memiliki sistem tersendiri yaitu bagi hasil akan tetapi tidak dibahas pula bagaimana penerapan akad *Mudharabah* dalam perjanjian perwaliamatan.

²⁸*Ibid*, hlm. 49, tentang ketentuan Rukun dan Syarat Fatwa DSN Fatwa DSN No. : 07/DSN-MUI/IV/2000.

²⁹*Ibid*, hlm. 50, tentang ketentuan beberapa ketentuan hukum Fatwa DSN Fatwa DSN No. : 07/DSN-MUI/IV/2000.

Sehingga dirasa perlu jika DSN-MUI membuat Fatwa tentang penerbitan sukuk dengan merinci bagaimana bentuk dan hal-hal saja jika dalam perjanjian perwaliamatan menggunakan akad *Mudharabah*.

1.1.2 Penerbitan Sukuk Menurut POJK No. : 18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk dan POJK No. 53 /POJK.04/2015 Tentang Akad yang Digunakan Dalam Penerbitan Efek Syariah

Dalam membahas penerbitan sebuah sukuk maka akan melibatkan Dewan Syariah baik dalam persyaratan maupun persetujuan yang dimana untuk meninjau apakah sukuk tersebut sudah sesuai dengan kriteria syariah atau belum. Selain itu kewenangan otoritas Bapepam dalam mengawasi proses apakah suatu perjanjian atau akad sesuai dengan peraturan Pasar Modal juga akan terlibat dalam penerbitan suatu sukuk. Karena perpindahan kewenangan Bapepam kepada OJK sehingga terjadi penyempurnaan pengaturan, hal itu berimbas juga pada pengaturan penerbitan sukuk. Selanjutnya menganalisa tentang penerbitan sukuk korporasi berdasarkan POJK No. 18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk yang pada sebelumnya telah dibahas tentang penerbitan sukuk berdasarkan keputusan ketua BapepamNo. IX.A.13 membahas tentang Penerbitan Efek Syariah. Yang dimana dikarenakan POJK ini peraturan Ketua Bapepam tentang penerbitan sukuk di hapuskan.

OJK dalam hal ini lembaga yang pengawas Pasar modal membentuk POJK No.18/POJK.04/2015 bertujuan untuk menjamin keamanan investor dalam berinvestasi terutama dalam sektor obligasi di pasar modal sedangkan DSN-MUI membuat suatu Fatwa DSN No.32/DSN-MUI/IX/2002 bertujuan untuk memberikan rasa aman bagi masyarakat yang berinvestasi dalam bentuk sukuk agar sesuai dengan syariah atau berinvestasi secara halal. Sehingga dalam

menjalankan dan mengawasi peredaran sukuk di Indonesia OJK dan DSN-MUI harus saling berintegritas agar tercapai tujuan dari pasar modal syariah itu sendiri.

Dalam penerbitan dan persyaratan sukuk di POJK No.18/POJK.04/2015 pada pasal 6 menyatakan bahwa dalam melakukan penerbitan sukuk diwajibkan untuk mematuhi peraturan perundang - undangan pasar modal dalam hal pernyataan pendaftaran dalam rangka penawaran umum yang selanjutnya terdapat ketentuan tambahan dalam pasal 7 tentang dokumen tambahan yang harus disertakan dalam pernyataan pendaftaran. Berikut adalah dokumen tambahan yang harus dilampirkan oleh emiten dalam menerbitkan sukuk³⁰:

“Penerbitan sukuk :

- a. Hasil pemerinkatan Sukuk sebagaimana dimaksud dalam peraturan perUNDANG - UNDANG an di sektor Pasar Modal yang mengatur tentang Pemerinkatan Efek Bersifat Utang dan/atau Sukuk;
- b. Perjanjian perwaliamanatan Sukuk;
- c. Akad Syariah yang dipergunakan dalam penerbitan Sukuk;
- d. Surat pernyataan Emiten yang menyatakan bahwa:
 1. Aset yang menjadi dasar Sukuk tidak bertentangan dengan Prinsip Syariah di Pasar Modal; dan
 2. Selama periode Sukuk, aset yang menjadi dasar Sukuk tidak akan bertentangan dengan Prinsip Syariah di Pasar Modal;
- e. Surat pernyataan dari Wali Amanat Sukuk yang menyatakan Wali Amanat Sukuk mempunyai 1 (satu) orang anggota Direksi atau penanggung jawab kegiatan yang diberi mandat oleh Direksi yang memiliki pengetahuan yang memadai dan/atau pengalaman di bidang keuangan syariah dan/atau tenaga ahli di bidang perwaliamanatan dalam penerbitan Sukuk yang memahami kegiatan dan jenis usaha serta transaksi yang bertentangan dengan Prinsip Syariah di Pasar Modal;
- f. Surat pernyataan yang menyatakan bahwa Emiten wajib dengan itikad baik dan penuh tanggung jawab melakukan pembayaran bagi hasil, marjin, atau imbal jasa, selama aset yang menjadi dasar Sukuk masih ada;
- g. Pernyataan kesesuaian syariah atas Sukuk dalam Penawaran Umum dari Dewan Pengawas Syariah Emiten atau Tim Ahli Syariah; dan

³⁰Lihat Pasal 7 POJK No. : 18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk.

- h. Perjanjian penjaminan Emisi Efek yang memuat bahwa dana hasil Penawaran Umum diterima Emiten paling lambat pada saat penyerahan Sukuk”³¹

Ditambah pernyataan dalam pasal 8 dan pasal 9 yang menyatakan bahwa dalam rangka penyertaan pendaftaran dan penawaran umum sukuk, emiten harus menggunakan informasi tambahan dan emiten diwajibkan untuk melaporkan keadaan keuangannya secara berkala dan laporan keuangan selama 2 (dua) tahun terakhir yang telah diaudit dalam prospektusnya. Berikut adalah informasi tambahan yang harus disertakan dalam prospektus³²:

“Informasi Tambahan:

- a. aset yang menjadi dasar Sukuk tidak bertentangan dengan Prinsip Syariah di Pasar Modal dan Emiten menjamin selama periode Sukuk aset yang menjadi dasar Sukuk tidak akan bertentangan dengan Prinsip Syariah di Pasar Modal;
- b. jenis Akad Syariah dan skema transaksi syariah serta penjelasan skema transaksi syariah yang digunakan dalam penerbitan Sukuk;
- c. ringkasan Akad Syariah yang dilakukan oleh para Pihak;
- d. sumber pendapatan yang menjadi dasar penghitungan pembayaran bagi hasil, marjin, atau imbal jasa sesuai dengan karakteristik Akad Syariah;
- e. besaran nisbah pembayaran bagi hasil, marjin, atau imbal jasa sesuai dengan karakteristik Akad Syariah;
- f. rencana jadwal dan tata cara pembagian dan/atau pembayaran bagi hasil, marjin, atau imbal jasa sesuai dengan karakteristik Akad Syariah;
- g. hasil pemerinkatan Sukuk;
- h. rencana penggunaan dana hasil penerbitan Sukuk sesuai dengan karakteristik Akad Syariah;
- i. sumber dana yang digunakan untuk melakukan pembayaran bagi hasil, marjin, atau imbal jasa sesuai dengan karakteristik Akad Syariah;
- j. jaminan yang meliputi paling sedikit jenis, nilai, dan status kepemilikan (jika ada);
- k. penggantian aset yang menjadi dasar Sukuk jika terjadi hal-hal yang menyebabkan nilainya tidak lagi sesuai dengan nilai Sukuk yang diterbitkan (jika diperlukan sesuai karakteristik Akad Syariah);
- l. syarat dan ketentuan dalam hal Emiten akan mengubah jenis Akad Syariah, isi Akad Syariah dan/atau aset yang menjadi dasar Sukuk;

³¹ Pasal 7 POJK No. 18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk

³²Lihat Pasal 8 POJK No. 18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk.

- m. ketentuan apabila Emiten gagal dalam memenuhi kewajibannya;
- n. mekanisme penanganan dalam hal Emiten gagal dalam memenuhi kewajibannya;
- o. ketentuan tentang sanksi yang berkaitan dengan tidak dipenuhinya kewajiban dalam perjanjian perwaliamanatan; dan
- p. pernyataan kesesuaian syariah atas Sukuk dalam Penawaran Umum dari Dewan Pengawas Syariah Emiten atau Tim Ahli Syariah”³³

Dalam penerbitan sukuk juga tidak lepas dari peran wali amanat sehingga dalam POJK ini juga mengatur perjanjian perwaliamanatan yang dimana kewenangan wali amanat tidak diatur tersendiri dalam POJK ini akan tetapi tetap menganut pada peraturan perundang - undangan tentang pasar modal hal ini di perjelas dalam pasal 13 POJK ini, sedangkan dalam pasal 12 mengatur bagian khusus tentang perjanjian perwaliamanatan dalam penerbitan sukuk, yaitu³⁴:

“Perjanjian Perwaliamanatan :

- 1) Emiten yang melakukan Penawaran Umum Sukuk wajib menyusun perjanjian perwaliamanatan Sukuk.
- 2) Ketentuan tentang perjanjian perwaliamanatan dalam peraturan perUNDANG - UNDANG an di sektor Pasar Modal yang mengatur tentang ketentuan umum dan kontrak perwaliamanatan Efek bersifat utang berlaku mutatis mutandis untuk penyusunan perjanjian perwaliamanatan Sukuk.
- 3) Perjanjian perwaliamanatan Sukuk sebagaimana dimaksud pada ayat (1) wajib memuat ketentuan tambahan antara lain:
 - a. uraian tentang Akad Syariah yang menjadi dasar Sukuk;
 - b. uraian tentang aset yang menjadi dasar Sukuk;
 - c. penggunaan dana hasil penerbitan Sukuk sesuai dengan karakteristik Akad Syariah;
 - d. sumber dana yang digunakan untuk melakukan pembayaran bagi hasil, marjin, atau imbal jasa sesuai dengan karakteristik Akad Syariah;
 - e. besaran nisbah pembayaran bagi hasil, marjin, atau imbal jasa sesuai dengan karakteristik Akad Syariah;
 - f. jaminan yang meliputi paling sedikit jenis, nilai dan status kepemilikan (jika ada);
 - g. rencana jadwal dan tata cara pembagian dan/atau pembayaran bagi hasil, marjin, atau imbal jasa sesuai dengan karakteristik Akad Syariah;

³³Pasal 8 POJK No. : 18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk.

³⁴Lihat Pasal 12 POJK No. : 18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk.

- h. uraian tentang kewajiban Wali Amanat Sukuk untuk mengambil segala tindakan yang diperlukan:
 - 1. untuk memastikan kepatuhan Emiten terhadap pemenuhan Akad Syariah;
 - 2. untuk memastikan aset yang menjadi dasar Sukuk tidak bertentangan dengan Prinsip Syariah di Pasar Modal;
 - 3. dalam hal Emiten melakukan pelanggaran atas pemenuhan kepatuhan terhadap penerapan Prinsip Syariah di Pasar Modal atau pelanggaran kewajiban dalam Akad Syariah dan/atau perjanjian perwaliamanatan (wanprestasi); dan
 - 4. untuk tetap mewakili kepentingan pemegang Sukuk sampai dengan terpenuhinya penyelesaian seluruh kewajiban Emiten kepada yang bersangkutan ketika Sukuk berubah menjadi utang piutang sebagaimana dimaksud dalam Pasal 10 ayat (2).
- i. ketentuan tentang nilai Sukuk menjadi utang piutang jika Sukuk berubah menjadi utang piutang sebagaimana dimaksud dalam Pasal 10 ayat (2) dan penyelesaian kewajiban Emiten atas utang piutang dimaksud;
- j. kewajiban Wali Amanat tetap mewakili kepentingan pemegang Sukuk sampai dengan seluruh haknya dipenuhi Emiten termasuk jika Sukuk berubah menjadi utang piutang sebagaimana dimaksud dalam Pasal 10 ayat (2);
- k. penggantian aset yang menjadi dasar Sukuk jika terjadi hal-hal yang menyebabkan nilainya tidak lagi sesuai dengan nilai Sukuk yang diterbitkan (jika diperlukan sesuai karakteristik Akad Syariah);
- l. syarat dan ketentuan dalam hal Emiten akan mengubah jenis Akad Syariah, isi Akad Syariah, dan/atau aset yang menjadi dasar Sukuk yang memuat:
 - 1. perubahan tersebut hanya dapat dilakukan setelah terlebih dahulu disetujui oleh Rapat Umum Pemegang Sukuk (RUP Sukuk);
 - 2. mekanisme pemenuhan hak pemegang Sukuk yang tidak setuju terhadap perubahan dimaksud; dan
 - 3. perubahan hanya dapat dilakukan jika ada pernyataan kesesuaian syariah dari Dewan Pengawas Syariah Emiten atau Tim Ahli Syariah.
- m. ketentuan tentang kegagalan Emiten dalam memenuhi kewajibannya;
- n. mekanisme penanganan dan/atau penyelesaian dalam hal Emiten gagal dalam memenuhi kewajibannya sebagaimana dimaksud pada huruf m dengan memperhatikan Prinsip Syariah di Pasar Modal; dan
- o. ketentuan tentang sanksi yang berkaitan dengan tidak dipenuhinya kewajiban dalam perjanjian perwaliamanatan³⁵

³⁵ Pasal 12 POJK No. : 18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk.

Diatas telah dijelaskan tentang penerbitan sukuk secara keseluruhan sesuai dengan POJK sedangkan bagaimana dengan sukuk akad *Mudharabah* yang akan dibahas sesuai dengan peraturan dalam POJK No. 53 /POJK.04/2015 menjelaskan tentang Akad Untuk Digunakan Dalam Penerbitan Efek Syariah. Sebelumnya juga telah dijelaskan tentang hal dan kewajiban *Mudharib* dan *Shahibul Mal* menurut POJK ini di tinjauan pustaka. Dalam menjalankan usaha dengan akad *Mudharabah* yang sebagaimana disebutkan dalam POJK ini pasal 21, adalah jenis Kegiatan usaha dalam pasar modal yang sesuai kegiatan usaha tidak dikaitkan (*mu'allaq*) dengan sebuah kejadian di masa yang akan datang yang belum tentu terjadi dan dengan Prinsip Syariah dan/atau peraturan perundang - undangan³⁶.

Akad *Mudharabah* merupakan akad dimana investor memberikan modal kepada emiten untuk menjalankan usaha sesuai dengan syariah dalam waktu tertentu. Modal yang dikelola dalam akad ini harus memenuhi ketentuan-ketentuan yang diatur dalam POJK ini yaitu ³⁷:

1. “Modal berupa sejumlah uang dan/atau aset lainnya baik berwujud maupun tidak berwujud yang dapat dinilai dengan uang;
2. Jika modal yang diberikan dalam bentuk aset selain uang, maka aset tersebut tidak sedang dijaminkan atau tidak dalam status sengketa;
3. Jika modal yang diberikan dalam bentuk aset selain uang, maka aset tersebut harus dinilai oleh Penilai, namun penentuan nilai aset selain uang tetap berdasarkan kesepakatan para pihak pada waktu *Mudharabah*.

³⁶ Pasal 21 POJK No. Nomor 53 /POJK.04/2015 tentang Akad yang Digunakan Dalam Penerbitan Efek Syariah.

³⁷ Pasal 20 POJK No. Nomor 53 /POJK.04/2015 tentang Akad yang Digunakan Dalam Penerbitan Efek Syariah

4. Modal tidak berupa piutang atau tagihan di antara pihak dan/atau kepada pihak lain.
5. Modal dapat diserahkan kepada pihak pengelola usaha (*mudharib*) baik seluruh atau sebagian pada waktu dan tempat yang telah disepakati”

Sehingga dalam menjalankan kegiatan usahanya jika *Mudharib* mendapatkan keuntungan maka keuntungan tersebut harus dibagi kepada *Shahibul Mal* dengan ketentuan dimana keuntungan yang didapat merupakan selisih lebih dari kekayaan dikurangi dengan modal awal dan kewajiban kepada pihak lain yang tentang kegiatan *Mudharabah* kemudian keuntungan dibagikan kepada pihak pemilik *shahibul mal* dan *mudharib* dengan besarnya bagian sesuai rasio/*nisbah* yang disepakati dan besarnya bagian keuntungan masing-masing pihak wajib dituangkan secara tertulis dalam bentuk rasio/*nisbah*. Hal ini dilakukan secara berkala sesuai dengan kesepakatan *shahibul mal* dan *mudhari*.

3. Analisis Perbedaan Penerbitan Sukuk Akad *Mudharabah* Dalam Pasar Modal Di Indonesia

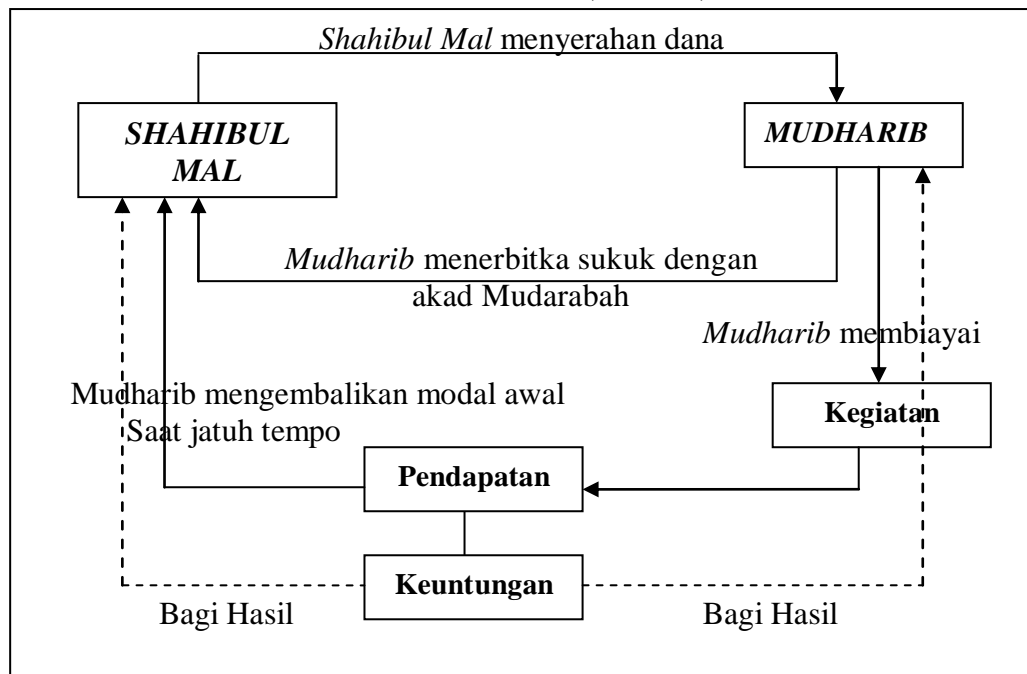
Setelah menganalisa tentang bagaimana penerbitan sukuk dengan akad *Mudharabah* ini rupanya tidak dapat mengacu atau berpedoman dengan satu pengaturan saja akan tetapi berbagai macam pengaturan sehingga terbentuk suatu pemahaman yang sempurna. Dalam memahami akad *Mudharabah* dalam pengaturan baik Fatwa DSN-MUI dan POJK ini dapat dilihat dari beberapa segi. Berikut adalah penjelasannya:

1. Pertama dalam segi usaha, usaha yang akan dijalankan bergantung pada kesepakatan antara *Mudharib* dan *Shahibul Mal* dengan terbatas pada bidang tertentu yang sesuai dengan syariah dan waktu tertentu yang dimana kesepakatan itu akan dituangkan dalam akad atau perjanjian.

2. Kedua dari segi bagi hasil, dalam *Mudharib* menjalankan usahanya *Shahibul Mal* tidak boleh ikut campur dalam usahanya, dalam hal ini *Shahibul Mal* hanya sebagai pengawas bersama DSN-MUI dan OJK apakah *Mudharib* telah menjalankan usahanya sesuai akad dan sesuai dengan syariah. Selajutnya apabila dalam usahanya tersebut *Mudharib* menuai keuntungan maka keuntungan tersebut dibagi secara merata dan adil kepada *Mudharib* dan *Shahibul Mal* sesuai dengan besarnya nisbah yang telah di sepakati dan dibayarkandalam suatu periode yang telah ditentukan pula oleh kedua belah pihak dalam akad.

Dari hasil penjelasan tersebut dapat digambarkan konsep penerbitan dan prosedur sukuk *Mudharabah*, berikut skemanya :

Bagan 4.4
Skema Sukuk Mudharabah
Sumber : Bahan Hukum Primer, Diolah, Tahun 2017



Selain itu dirasa menarik jika mengetahui perbedaan dari peraturan penerbitan yang dikeluarkan oleh DSN-MUI yang mana peraturannya diadopsi

oleh ketua Bapepam dan menghasilkan sebuah peraturan Nomor IX.A.13 tentang penerbitan sukuk yang kemudian di hapuskan oleh POJK No. : 18/POJK.04/2015 menjelaskantentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk, berikut adalah tabel perbedaanya:

Tabel 4.1
Perbedaan Pengaturan Penerbitan Sukuk
Sumber : Bahan Hukum Primer, Diolah, Tahun 2017

NO	PERBEDAAN	Keputusan Ketua Bapepam Nomor IX.A.13	POJK No. 18/POJK.04/2015
1.	Pernyataan kesesuaian syariah	Pernyataan Kegiatan usaha yang mendasari penerbitan sukuk harus sesuai dengan prinsip syariah. Tidak adanya pembeda antara kedudukan emiten.	Pernyataan kesesuaian syariah harus didapatkan dari dewan pengawas syariah dimana bagi emiten yang bukan merupakan Perseroan Terbatas dengan keadaan yang menengah dan/atau kecil dapat menggunakan propektus ringkas dan Bagi emiten Emiten yang merupakan Perseroan Terbatas dengan keadaan yang menengah dan/atau kecil dapat menggunakan prospektus awal.
2.	Perwaliamatan	Tidak diatur secara rinci sehingga masih berpedoman pada perjanjian perwaliamatan pada penerbitan obligasi konvensional.	Lebih rinci tentang perjanjian perwaliamatan sehingga bisa dikatakan memenuhi syarat dalam penerbitan sukuk.
3.	Ketentuan sanksi	Tidak diatur secara jelas	Diatur secara terpisah dalam Bab tersendiri yaitu pasal 14
4.	Perubahan status sukuk	Diatur tetapi tidak secara rinci dan hanya membahas perubahan jenis akad sukuk.	Diatur dalam bab tersendiri tentang perubahan status sukuk. Selain membahas perubahan jenis akad sukuk tetapi juga perubahan sukuk menjadi utang piutang.

Banyak kesamaan yang ada di putusan ketua Bapepam Nomor IX.A.13 dengan POJK No. 18/POJK.04/2015 sehingga dapat dikatakan POJK ini hanya penyempurnaan dari peraturan sebelumnya, dalam hal penerbitan sukuk ada 4 hal yang di perbarui yang dimana telah dijelaskan diatas yaitu tentang pernyataan kesesuaian menghapuskan putusan ketua Bapepam Nomor IX.A.13 dan dianggap tidak berlaku lagi. Lalu bagaimana dengan pengaturan penerbitan sukuk dengan akad *Mudharabahsyariah*, perwaliamanatan, ketentuan sanksi dan perubahan status sukuk. Sehingga dalam aturan peralihanya POJK No. 18/POJK.04/2015 apakah dalam peraturan DSN-MUI sejalan dengan POJK atau tidak, analisa perbedaan atas hal tersebut juga, berikut adalah analisis perbedaanya :

Tabel 4.2
Perbedaan Pengaturan Penerbitan Sukuk Akad Mudharabah
Sumber : Bahan Hukum Primer, Diolah, Tahun 2017

NO	PERBEDAAN	Fatwa DSN No. 33/DSN-MUI/IX/2002	POJK No. 53 /POJK.04/2015
1.	Rukun dan syarat pembiayaan	Dalam rukun dan syarat akad Mudharabah dijelaskan tentang ijab dan qabul yang harus di tuangkan dalam akad, tanpa di jelaskan siapa yang mengucap ijab dan siapa yang akan mengucapkan qabul.	Tidak membahas rukun akad Mudharabah secara jelas akan tetapi tersirat bahwa emiten memiliki kewajiban untuk melakukan pernyataan qabul dan investor memiliki kewajiban untuk melakukan pernyataan ijab.
2.	Pembagian keuntungan	Hanya dijelaskan dan diperuntukan untuk kedua belah pihak dan harus sesuai dengan kesepakatan.	Selain dibagi sesuai dengan <i>nisab</i> yang disepakati tetapi ada pula ketentuan terkait dalam hal ini yaitu keuntungan merupakan selisih lebih dari kekayaan Mudharabah dikurangi dengan modal Mudharabah dan kewajiban kepada pihak lain yang tentang kegiatan Mudharabah.
3.	Ketentuan sanksi	Tidak diatur secara jelas	Diatur tersendiri tentang ketentuan sanksi yaitu pasal

			34.
4.	Keadaan lalai	Menyatakan bahwa emiten wajib untuk menjamin pengembalian dana awal dan investor dapat menarik dana seluruh dana.	Tidak diatur bagaimana jika emiten lalai dan tidak ada kewajiban juga untuk emiten menjamin pengembalian dana awal dan penarikan dana kembali oleh investor.
5.	Wali amanat dan perjanjian perwaliamatan	Tidak dibahas mengenai wali amanat dan perjanjian perwaliamatan.	Dibahas tentang perjanjian perwaliamatan dalam pasal 12.
6.	Penyelesai sengketa	Diatur dimana penyelesaiannya akan melalui Badan Arbitrase Syariah.	Tidak diatur dalam POJK ini akan tetapi diatur dalam POJK lainnya.

Penjelasan tentang penerbitan sukuk atau obligasi syariah dirasa hampir sama dengan penerbitan obligasi konvensional dikarenakan ada beberapa mekanisme yang mana dalam penerapan penerbitan sukuk masih harus melihat dan mematuhi pengaturan tentang obligasi konvensional seperti dalam mekanisme di pasar perdana maupun di pasar sekunder selain itu hak dan kewajiban peran wali amanat dalam penerbitan sukuk juga masih mengacu pada peraturan dalam obligasi konvensional yang membedakan adalah prosedur penerbitan dan prosedur pembuatan perjanjian perwaliamatan. Dimana sistem bagi hasil dan berlandaskan prinsip syariah yang dilakukan di dalam obligasi syariah dan sistem bunga dan non halal atau bebas yang dilakukan di dalam obligasi konvensional. Selain itu dalam penerbitan obligasi syariah ditemukan beberapa akad yang mendasari perjanjian perwaliamatan sedangkan dalam penerbitan obligasi konvensional tidak ditemukan hal tersebut, selain itu adanya penambahan aset (*underlying asset*) untuk mendasari penerbitan juga di temukan dalam obligasi syariah sedangkan di obligasi konvensional tidak ditemukan. Secara keseluruhan

peraturan tentang sukuk memang harus dipisahkan dari pengaturan tentang obligasi konvensional agar terciptanya sukuk yang benar-benar sesuai dengan syariah.

Sehingga pada dasarnya ketentuan yang ada dalam DSN-MUI juga terdapat perbedaan dengan ketentuan yang ada di POJK, tidak hanya dalam penerbitan obligasi tetapi juga pengaturan dalam akad *Mudharabah*. Hal ini bisa berdampak baik dapat juga berdampak buruk kepada investor yang menanamkan dana di sektor pasar modal syariah, dikarenakan banyaknya regulasi mengenai penerbitan obligasi syariah akan tetapi dari beberapa pengaturan tersebut tidak sejalan. Dalam hal ini POJK baik tentang penerbitan sukuk maupun tentang penerbitan sukuk dengan akad *Mudharabah* sebagian besar masih menganut ketentuan dalam UUPM yang bersifat konvensional serta tidak mengatur tentang tanggung jawab emiten atau *mudharib* apabila terjadi kelalaian dalam pemenuhan perjanjian penerbitan sukuk dan juga tidak mengatur lembaga mana yang berhak menyelesaikan jika ada perselisihan dalam penerbitan sukuk. Kemudian jika dalam DSN-MUI dalam pengaturannya tidak mengatur tentang sanksi yang harus diterima oleh emiten atau *mudharib* serta tidak mengatur tentang ketentuan *nisab* yang harus dibayarkan oleh *mudharib* kepada *shahibul mal*.

B. Analisis Perlindungan Hukum Bagi Investor Apabila Terjadi Risiko Gagal Bayar (Default) Terhadap Pelunasan Obligasi Syariah (Sukuk) Mudharabah

Perlindungan hukum merupakan bentuk atau wujud untuk menjamin hak asasi manusia di dunia. Terutama dalam negara hukum seperti halnya di Indonesia, perlindungan hukum merupakan instrumen yang harus di wujudkan untuk tercapainya suatu tujuan atas berlakunya suatu peraturan. Selain itu

perlindungan hukum juga merupakan bentuk pertanggung jawaban yang diberikan oleh lembaga terkait atau pemerintah atau masyarakat yang menjadi subjek hukum dimana dalam perlindungan hukum tidak lepas akan hak-hak dan kewajiban-kewajiban yang harus di taati oleh semua masyarakat. Sebagai ciri khasnya negara hukum adalah *rule of law* yang dimana di sampaikan oleh A.V. Dicey, negara hukum memberikan kedudukan yang sama di depan hukum baik bagi rakyat biasa atau pejabat pemerintah, negara hukum memberikan jaminan terhadap hak subjek hukum dalam peraturan perundang - undangan atau keputusan pengadilan dan berlaku untuk siapapun tanpa melihat jabatan atau kedudukan atas berlakunya hukum dalam kata lain seseorang dapat dihukum apabila telah melanggar hukum yang ada³⁸.

Pendapat Philipus M. Hadjon berpendapat tentang perlindungan hukum yaitu kumpulan aturan yang tentang cara memberikan perlindungan terhadap subjek hukum baik manusia, badan hukum atau subjek hukum lainnya yang menggunakan sistem hukum³⁹. Selain itu beliau juga membagi jenis perlindungan hukum menjadi 2 (dua) yaitu perlindungan hukum bersifat preventif dan perlindungan hukum bersifat represif. Jika dihubungkan dengan hukum pasar modal syariah, maka hukum setidaknya memberikan kepastian terhadap pihak-pihak yang menjalankan transaksi di dalam pasar modal syariah sehingga tercapainya tujuan dalam hal transaksi di instrumen pasar modal yang sejalan dengan syariah. Apabila diketahui suatu pihak melakukan kegiatan yang melanggar dalam pasar modal syariah, maka terdapat pihak-pihak lain yang

³⁸ Nuktoh Arfawie Kurdie, **Telaah Kritis Teori Negara Hukum**, Pustaka Pelajar, Yogyakarta, 2005, hlm. 19.

³⁹ Philipus M. Hadjon, **Pengantar Hukum Administrasi Indonesia**, Gajah Mada University Press, Yogyakarta, 2011, hlm. 10

dirugikan dan berhak untuk mengajukan perlindungan sesuai dengan aturan dalam pasar modal syariah, selain itu lembaga-lembaga yang berwenang sebagai pengawas dalam berlakunya pasar modal syariah berkewajiban untuk merealisasikan perlindungan hukum tersebut dengan memberikan sanksi kepada pihak yang melakukan pelanggaran untuk menjalankan tanggung jawabnya dan menerima konsekuensinya.

Tentang penerbitan pasar modal syariah dalam hal sukuk *Mudharabah* yang dimana diawasi oleh dua lembaga yaitu OJK dan DSN-MUI dalam penerapannya kedua lembaga tersebut mengeluarkan aturan masing-masing sebagaimana di jelaskan dalam bahasan pertama adanya perbedaan aturan antara OJK dengan DSN-MUI tentang penerbitan sukuk akad *Mudharabah*. Oleh karena itu untuk menganalisa bagaimana dengan bentuk perlindungan hukum dan pertanggung jawaban hukum yang diberikan oleh kedua lembaga tersebut dalam menangani risiko gagal bayar (*default*) jika hal tersebut terjadi dalam berjalanya penerbitan sukuk *Mudharabah*. Walaupun belum ada kasus dalam hal gagal bayar di pasar modal syariah yang dilakukan oleh emiten kepada investor, akan tetapi sebaiknya OJK dan DSN-MUI menyelaraskan pengaturan tentang penanganan risiko gagal bayar dalam hal sukuk *Mudharabah*.

1. Risiko Gagal Bayar (*Default*) Terhadap Pelunasan Obligasi Syariah

Risiko adalah suatu akibat yang memungkinkan akan menyebabkan merugikan atau membahayakan bisa juga menyebabkan keuntungan atau kebaikan dalam suatu kegiatan sehingga mengharuskan seseorang untuk mengambil keputusan atas kemungkinan-kemungkinan tersebut. Risiko dibedakan menjadi 2 yaitu risiko murni (*pure risk*) yaitu risiko yang apabila terjadi akan

mengakibatkan kerugian di satu pihak dan apabila tidak terjadi maka tidak menimbulkan kerugian maupun tidak menimbulkan keuntungan dan risiko spekulatif (*speculative risk*) yaitu risiko yang menimbulkan 2 (dua) kemungkinan dimana jika risiko ini terjadi satu pihak akan merasakan kerugian dan pihak yang lain merasakan keuntungan⁴⁰.

Risiko gagal bayar adalah risiko dengan keadaan dimana peminjam atau dalam hal pasar modal disebut emiten tidak mampu lagi melakukan pembayaran atau pengembalian uang atau modal awal atau bunga kepada si pemberi dana atau investor sesuai dengan jangka waktu yang telah di sepakati oleh para pihak. Risiko gagal bayar (*default*) adalah risiko yang harus di perhatikan dalam penerbitan obligasi baik obligasi konvensional maupun obligasi syariah. Gagal bayar jika di jelaskan dalam KUHPdt adalah suatu perbuatan wanprestasi yang diamna dijelaskan dalam pasal 1238 dan pasal 1243 yang mana berbunyi:

“Pasal 1238

Debitur dinyatakan lalai dengan surat perintah, atau dengan akta sejenis itu, atau berdasarkan kekuatan dari perikatan sendiri, yaitu bila perikatan ini mengakibatkan debitur harus dianggap lalai dengan lewatnya waktu yang ditentukan”⁴¹

“Pasal 1243

Penggantian biaya, kerugian dan bunga karena tak dipenuhinya suatu perikatan mulai diwajibkan, bila debitur, walaupun telah dinyatakan lalai, tetap lalai untuk memenuhi perikatan itu, atau jika sesuatu yang harus diberikan atau dilakukannya hanya dapat diberikan atau dilakukannya dalam waktu yang melampaui waktu yang telah ditentukan”⁴²

Dapat dimengerti bahwa wanprestasi adalah suatu keadaan dimana si berhutang atau debitur yang tidak dapat memenuhi perjanjiannya sebagaimana pada waktu

⁴⁰ Man Suparman Sastrawijaya & Endang, **Hukum Asuransi**, PT. Alumni, Bandung, 2003, hlm 50.

⁴¹ Pasal 1238 Kitab Undang - Undang Hukum Perdata

⁴² Pasal 1243 Kitab Undang - Undang Hukum Perdata

jatuh tempo yang telah disepakati bersama, dimana tidak dipenuhinya perjanjian tersebut dikarenakan kesalahan debitur baik secara sengaja atau kelalaiannya. Dari perbuatan tersebut debitur di haruskan untuk melakukan ganti rugi sebagai bentuk pertanggung jawaban baik ganti rugi biaya, kerugian maupun bunga.

Dalam keadaan gagal bayar terdapat beberapa cara emiten untuk menyelesaikan masalah *default* ini, yaitu pertama, emiten melakukan perjanjian dengan investor tentang penjadwalan ulang waktu pembayaran pokok dan bunga obligasi, hal ini dilakukan apabila suatu keadaan emiten hanya mengalami sedikit kendala dalam pengembalian modal atau dana ke investor seperti hanya keadaan keuangan emiten yang pada waktu jatuh tempo sedang menurun yang dilihat dari peringkat obligasi di perusahaan tersebut selain itu dalam keadaan memaksa (*overmacht/force majeure*) dimana emiten tidak akan menduga bahwa kejadian itu akan terjadi di waktu yang akan datang saat pembayaran modal dan bunga⁴³. Sehingga dengan adanya perjanjian tentang penjadwalan ulang pembayaran pokok dan bunga obligasi maka emiten dapat melunasi obligasi tersebut di waktu yang akan datang⁴⁴.

Sedangkan dalam hal keadaan dimana emiten yang sangat parah yaitu emiten tidak memungkinkan untuk melakukan perjanjian penjadwalan ulang pembayaran pokok dan bunga obligasi dikarenakan pailit atau bangkrut, pailit secara istilah disebut dengan kemacetan pembayaran dikarenakan kesulitan keuangan⁴⁵. Dalam pasal 1 angka 1 Undang - Undang No. 37 tahun 2004 tentang Kepailitan dan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang menyatakan pailit

⁴³ Pasal 1244 dan pasal 145 Kitab Undang - Undang Hukum Perdata

⁴⁴ Adrian Sutedi, **Aspek Hukum Obligasi dan Sukuk**, Sinar Grafika, Jakarta, 2009, hlm. 86

⁴⁵ *Ibid*, hlm. 80

adalah sita umum atas semua kekayaan Debitor Pailit yang pengurusan dan pemberesannya dilakukan oleh Kurator di bawah pengawasan Hakim Pengawas yang dimana keadaan ini disebabkan karena debitor yang mempunyai dua atau lebih Kreditor dan tidak membayar lunas sedikitnya satu utang yang telah jatuh waktu dan dapat ditagih, dinyatakan pailit dengan putusan Pengadilan, baik atas permohonannya sendiri maupun atas permohonan satu atau lebih kreditornya⁴⁶. Dengan demikian dalam penyelesaian *default* dalam keadaan emiten pailit adalah dengan menjual aset-aset yang masih dimiliki oleh emiten yang dilakukan oleh kurator yang dalam hal ini dari penjualan aset tersebut dapat mengembalikan dana atau modal investor. Dalam pasal 53 dan penjelasan pasal 44 ayat (3) UUPM yang dimana investor berkedudukan sebagai kreditor yang diutamakan dalam kondisi pailit, dikarenakan dalam hal harta investor yang dimasukkan kedalam usaha emiten harus dibedakan dengan harta emiten sehingga apabila terjadi pailit harta tersebut terpisah dan harus dibayarkan terlebih dahulu kepada investor atau dalam kata lain investor memiliki hak tagih sebagai kreditor konkuren dan dapat menjadi kreditor konkuren apabila investor memegang jaminan atau aset yang dimiliki oleh emiten kepada investor⁴⁷.

Jika dihubungkan dengan pasar modal hal ini sangat persis sekali dimana keadaan gagal bayar di dalam pasar modal adalah suatu kondisi emiten tidak dapat memenuhi kewajibannya dalam hal pembayaran modal awal dan bunga. Jika di dalam pasar modal syariah juga dijelaskan dalam penjelasan pasal 8 huruf m POJK No.18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk tentang

⁴⁶ Pasal 1 angka 1 dan Pasal 2 ayat (1) Undang - Undang No. 37 tahun 2004 tentang Kepailitan dan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang

⁴⁷ Pasal 53 dan penjelasan pasal 44 ayat (3) Undang - Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal

gagal dalam memenuhi kewajiban adalah emiten gagal untuk mematuhi dan/ atau tidak memenuhi kewajiban sebagaimana diutarakan dalam prinsip syariah di pasar modal syariah⁴⁸. Di dalam menjalankan instrumen sukuk di pasar modal syariah akan lebih mengedepankan prinsip syariah, dengan tidak adanya undang - undang tersendiri dalam pasar modal syariah dan masih hanya ada peraturan POJK yang dimana dalam pembuatannya masih mengacu dari undang - undang konvensional, terutama dalam peristiwa *default* yang dimana emiten mengalami pailit.

Dikarenakan tidak ada penjelasan keadaan *default* dalam keadaan emiten pailit di dalam POJK tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk lalu bagaimana para investor dalam pasar modal syariah ini yakin bahwa dana yang di peroleh dari penjualan aset-aset baik yang dilakukan oleh emiten itu sendiri atau oleh kurator bersifat halal. Sehingga dalam hal *default* yang diakibatkan oleh emiten pailit perlu di atur secara baku agar emiten dapat memberikan jaminan kepada investor akan dana yang dikembalikan oleh emiten dari penjualan aset-aset perusahaan harus di peroleh dari aset dan proses yang halal. Sehingga apabila diketahui emiten yang pailit ini melakukan penjualan aset perusahaan diluar yang diperuntukan dalam perjanjian sukuk serta melakukan proses penjualan aset dengan cara-cara haram maka hal itu telah mencederai perjanjian sukuk dan melanggar syariah sehingga patutnya untuk diberikan sanksi dan bentuk pertanggung jawaban yang pantas dilakukan oleh emiten kepada investor.

Pada dasarnya memang masalah *default* sukuk ini diserahkan pada kesepakatan kedua belah pihak antara emiten dan investor pada akad perjanjian

⁴⁸Penjelasan Pasal 8 huruf m POJK No. : 18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk.

sukuk, akan tetapi dalam hal *default* yang emitennya mengalami pailit hal itu masih mengacu pada undang - undang pasar modal konvensional dan belum diatur secara baku dalam peraturan-peraturan POJK yang mengatur tentang sukuk. Dalam keadaan ini juga yang mana DSN juga memiliki kewajiban untuk melakukan pengawasan terhadap perjanjian sukuk tidak mengatur hal *default*. Sehingga kedua lembaga tersebut yang mengawasi sukuk dalam pasar modal syariah belum memenuhi pengaturan mengenai *default* terutamanya yang emitennya mengalami pailit.

2. Tanggung Jawab Emiten kepada Investor apabila Terjadi Risiko Gagal Bayar (Default) Terhadap Pelunasan Obligasi Syariah (Sukuk) Mudharabah

Dalam hal pertanggung jawaban hukum dimana seseorang menanggung konsekuensi atas apa yang telah dilakukannya terhadap pihak lain yang saling berhubungan, atas perbuatan itu pihak lain tersebut dapat mengajukan tuntutan atas hak-hak yang telah dicerai. Dalam hal tanggung jawab emiten kepada investor dalam penerbitan sukuk akad *Mudharabah* sebenarnya sudah di jelaskan dalam hak dan kewajiban *mudharib* dan *shahibul mal* akan tetapi masih belum dijelaskan secara konkrit bagaimana pertanggung jawaban emiten kepada investor apabila terjadi gagal bayar (*default*) yang dimana emiten mengalami pailit. Oleh karena itu dalam hal ini dijelaskan menurut peraturan yang ada di DSN-MUI dan POJK.

2.1 Fatwa DSN No. 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah dan Fatwa DSN No. 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah Mudharabah

Dalam Fatwa DSN No. 32/DSN-MUI/IX/2002 tidak mengatur tentang gagal bayar atas penerbitan sukuk akan tetapi dijelaskan dalam ketentuan khusus nomor 3 fatwa ini bahwa:

“Pendapatan (hasil) investasi yang dibagikan Emiten (*Mudharib*) kepada pemegang Obligasi Syariah Mudharabah (*Shahibul Mal*) harus bersih dari unsur non halal”⁴⁹

Bahwa dalam hal ini *Mudharib* harus melakukan tanggung jawabnya kepada *Shahibul Mal* bahwa usaha yang dilakukan oleh *mudharib* harus bersih dan halal dimana transaksi harus dilakukan dilarang mengandung unsur *dharar*, *gharar*, *riba*, *maisir*, *risywah*, maksiat dan kezhaliman serta tidak boleh melakukan spekulasi dan manipulasi dalam pasar, oleh karena itu harus menjalankan prinsip kehati-hatian. Sebagaimana dalam fatwa ini tidak mengatur dan menjelaskan tentang gagal bayar atau kelalaian dan kesengajaan atas pelanggaran syarat perjanjian dan/atau jatuh tempo secara jelas apabila suatu *Mudharib* tersebut tidak melakukan tanggung jawabnya tersebut.

Sedangkan dalam Fatwa DSN No. 33/DSN-MUI/IX/2002 tidak menjelaskan juga apa itu gagal bayar secara baku akan tetapi dalam *Mudharib* lalai atau melanggar perjanjian dan/atau melampui batas waktu maka terdapat ketentuan atau tanggung jawab yang harus dilakukan oleh *Mudharib* kepada *Shahibul Mal* yang dijelaskan dalam ketentuan khusus nomor 7 dan 8 yaitu:

“Apabila Emiten (*Mudharib*) lalai dan/atau melanggar syarat perjanjian dan/atau melampui batas, *Mudharib* berkewajiban menjamin pengembalian dana Mudharabah, dan *Shahibul Mal* dapat meminta *Mudharib* untuk membuat surat pengakuan hutang”⁵⁰

⁴⁹ Lihat ketentuan nomor 3 Fatwa DSN No. 32/DSN-MUI/IX/2002.

⁵⁰ Lihat Ketentuan nomor 7 fatwa DSN No. 33/DSN-MUI/IX/2002.

“Apabila Emiten (*Mudharib*) diketahui lalai dan/ataumelanggar syarat perjanjian dan/atau melampaui batas kepada pihak lain, investor *Mudharabah* (*Shahibul Mal*) dapat menarik dana Obligasi Syariah *Mudharabah*”⁵¹

dalam fatwa ini tidak menjelaskan bagaimana bentuk kelalaian dan bentuk melanggar syarat perjanjian yang dimaksud, sehingga hanya menuntut apabila terjadi kelalaian dan bentuk pelanggaran dan/atau lampau batas yang dilakukan oleh *Mudharib*. Akan tetapi dalam hal ini jika terjadi kelalaian dan bentuk pelanggaran dan/atau lampau batas emiten berhak bertanggung jawab untuk menjamin pengembalian dana kepada *Shahibul mal* dan membuat surat pengakuan hutang, selain itu atas kejadian tersebut *Shahibul mal* dapat menarik dana sukuk tersebut dari *mudharib*.

Selain kedua peraturan tersebut terdapat pula Fatwa DSN No. 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal Dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah Di Bidang Pasar Modal pasal 7 tentang Pelaporan dan keterbukaan informasi dimana DN-MUI perlu untuk memperoleh dan meminta informasi dari Bapepam dan emiten, investor atau pihak lainnya dalam rangka pengawasan penerapan Prinsip-prinsip syariah. Dengan adanya pernyataan tersebut tidak membuat jelas apakah pelaporan dan keterbukaan informasi dapat menjelaskan tentang penyelesaian gagal bayar, karena pada pasal-pasal selanjutnya tidak menjelaskan hal tersebut. Selain itu dikarenakan dalam fatwa DSN-MUI ini tidak menjelaskan juga tentang perjanjian perwaliamatan dan peran wali amat dalam hal pemenuhan akad, sehingga segala bentuk pertanggungjawab langsung di berikan kepada *Mudharib* selaku yang menjalankan usaha. Oleh karena itu dalam hal *default* masih belum jelas dalam peraturan ini dan semua bentuk

⁵¹Lihat Ketentuan nomor 8 fatwa DSN No. 33/DSN-MUI/IX/2002.

pertanggung jawaban atas kelainan, bentuk pelanggaran hak dan/atau lampau batas diserahkan kepada *Mudharib*. Jadi Fatwa ini tidak menjelaskan *default* yang diakibatkan keadaan emiten pailit sehingga peratauran ini belum menjawab tentang perselisihan apabila terjadi *default* yang emitennya mengalami kepailitan. Oleh karena itu sangat dirasa bahwa *mudharib* dan *shahibul mal* dalam hal membuat perjanjian akad *mudharaba* tentang ketentuan penyelesaian *default* terutama dalam hal emiten mengalami pailit tidak dapat mengacu sepenuhnya ke fatwa DSN-MUI ini.

2.2 POJK No.18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk dan POJK No. 53 /POJK.04/2015 Tentang Akad yang Digunakan Dalam Penerbitan Efek Syariah

POJK No.18/POJK.04/2015 menjelaskan sedikit terperinci tentang penerbitan sukuk yang menggambarkan bentuk pertanggung jawaban emiten kepada investor dikarenakan terdapat beberapa ahli yang terlibat dalam pengawasan penerapan syariah yaitu adanya Dewan Pengawas Syariah disingkat dengan DPS, terdapat pula Tim Ahli Syariah dan Ahli Syariah Pasar Modal, berikut adalah bentuk pertanggung jawaban emiten kepada investor menurut penulis⁵²:

- a. Emiten dalam melakukan penerbitan obligasi harus menggunakan aset yang sesuai dengan prinsip syariah.
- b. Emiten dalam hal melakukan penawaran umum sukuk harus mendapatkan pernyataan kesesuaian syariah atas sukuk dari Dewan Pengawas Syariah.

⁵² Pasal 2, Pasal 3, Pasal 4, Pasal 5, Pasal 7, Pasal 8, dan Pasal 9, pasal 11 POJK No. 18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk

- c. Emiten harus menyertakan dokumen tambahan dalam pernyataan pendaftaran berupa hasil pemeringkatan sukuk, perjanjian perwaliamatan, akad yang akan digunakan, surat pernyataan emiten tentang jaminan penerapan prinsip-prinsip syariah, dan pernyataan akan bertanggung jawab melakukan pembayaran bagi hasil, marjin atau imbalan jasa.
- d. Emiten harus mengungkapkan informasi tambahan dalam prospektus dalam penyertaan pendaftaran yaitu berupa aset yang digunakan tidak bertentangan dengan prinsip syariah, skema penerbitan sukuk, akad yang akan digunakan, sumber pendanaan yang digunakan untuk bagi hasil, marjin atau imbalan jasa, besar nisab yang diberikan, jadwal pembayaran bagi hasil, marjin atau imbalan jasa, hasil pemeringkatan sukuk, rencana penggunaan dana penerbitan sukuk, jaminan penggantian aset, syarat dan ketentuan apabila mengubah jenis akad syariah, ketentuan apabila emiten gagal dalam melakukan kewajibannya dan ketentuan mengenai sanksi atas tidak terlaksananya kewajiban.
- e. Emiten wajib melaporkan keuangannya yang telah diaudit dalam prospektus.
- f. Emiten wajib menggunakan dana hasil kegiatan penawaran umum dalam obligasi syariah sesuai dengan syariah.

Selain tanggung jawab emiten kepada investor di dalam POJK ini mengenal adanya wali amat yang dimana juga dibebani tanggung jawab kepada investor. Tugas dan kewajiban wali amat dalam hal ini masih mengacu pada wali amanat yang di atur dalam undang-undang pasar modal konvensional. Sehingga pada

POJK ini hanya sedikit menjelaskan tanggung jawab wali amanat dalam penerbitan sukuk yaitu⁵³:

- a. Wali amanat memastikan bahwa emiten memenuhi perjanjian sesuai dengan akad syariah.
- b. Wali amanat memastikan bahwa aset yang digunakan emiten sesuai dengan syariah.
- c. Wali amanat tetap harus mewakili kepentingan investor sampai dengan terpenuhinya kewajiban emiten serta terpenuhinya hak investor.

Setelah menjelaskan tanggung jawab emiten dan wali amanat kepada investor pada POJK ini maka akan dijelaskan pula tentang pengkhususan dalam hal akad *mudharabah*, dalam POJK No. : 53/POJK.04/2015 yang dimana berbeda halnya dengan peraturan DSN yang memisahkan peraturan setiap akadnya akan tetapi dalam POJK ini mengkodifikasi dalam satu peraturan. Dalam peraturan ini menjelaskan Tanggung jawab emiten atau *mudharib* kepada investor atau *shahibul mal*, yaitu :

- a. *Mudharib* harus mengelolah modal yang telah diterima dari *shahibul mal* dalam bentuk kegiatan yang telah disepakati bersama.
- b. *Mudharib* akan menanggung segala kerugian kegiatan usaha apabila terjadi kelalaian, kesengajaan dan/atau pelanggaran yang disebabkan oleh *mudharib*.
- c. *Mudharib* dalam menjalankan kegiatan usahanya harus sesuai dengan syariah dan peraturan perundang-undangan, tidak dikaitkan dengan

⁵³ Pasal 12 huruf h dan j POJK No. 18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk

peristiwa atau kejadian yang akan datang dan belum tentu akan terjadi, dan tidak menjanjikan bahwa *shahibul mal* pasti memperoleh keuntungan.

Pada dasarnya perjanjian penerbitan sukuk baik dalam perjanjian akadnya maupun perjanjian perwaliamatannya adalah bersifat kontraktual yang dimana isi dari perjanjian tersebut di buat, disepakati dan dijalankan dengan ikhtikat baik oleh kedua belah pihak yang bersangkutan dan perjanjian tersebut mengikat sebagai undang - undang kedua belah pihak serta perjanjian tersebut tidak dapat ditarik kembali tanpa ada kesepakatan terlebih dahulu⁵⁴. Oleh karena itu dalam perjanjian penerbitan sukuk harus jelastentang penerapan syariah di berbagai klausulnya baik dalam menjalankan usahanya ataupun dalam menetapkan ketentuan apabila emiten melakukan gagal bayar atau tidak melakukan kewajibannya. Sehingga pendapatan investasi yang dibagikan oleh emiten kepada investor benar-benar bersih dari unsur non halal.

Karena pada dasarnya sukuk merupakan instrumen yang dimana emiten berkewajiban untuk membayar pokok modal dan bagi hasil keuntungan dalam melakukan kegiatan usaha kepada investor. Sehingga apabila terjadi gagal bayar maka emiten berkewajiban untuk mengembalikan modal awal dari investor, akan tetapi apabila emiten gagal bayar dalam POJK ini tidak menjelaskan secara baku bahwa emiten harus membayar modal awal investor, begitu pula pada emiten yang gagal bayar di kenakan pailit oleh pengadilan belum ada ketentuan yang membahas bagaimana perlindungan kepada investor atas modalnya tersebut. Dan bagaimana prosedur apabila terjadi gagal bayar yang diakibatkan oleh emiten pailit di sukuk apakah investor akan memiliki kedudukan sebagai kreditor yang

⁵⁴ Pasal 1313 dan Pasal 1338 Kitab UNDANG - UNDANG Hukum Perdata

diutamakan, dalam POJK ini tidak diatur tentang hal tersebut. Terlebih lagi masih banyak hal yang membuat para investor bingung tentang pelaporan keuangan yang dilakukan secara periodik oleh emiten, pelaporan tersebut harus ditunjukkan kepada siapa yang dimana dalam pasar modal terdapat beberapa lembaga yang mengawasi yaitu Dewan Pengawas Syariah, OJK dan DSN-MUI.

Selain emiten yang memberikan pertanggung jawaban kepada investor terdapat wali amanat yang memiliki kewajiban untuk tetap mewakili kepentingan investor, akan tetapi dalam wali amanat sukuk tidak dibedakan tugas dan kewajiban antara wali amanat di sukuk dan obligasi konvensional, yang mana diketahui kebanyakan wali amanat dilakukan oleh lembaga perbankan akan tetapi dalam praktiknya terdapat perbankan konvensional dan perbankan syariah. Selain itu dalam ketentuan perbankan masuk dalam jenis usaha yang bersifat *ribawi*⁵⁵. sehingga dalam menjalankan tanggung jawabnya apakah wali amanat dapat mengawasi penerapan perjanjian sesuai dengan syariah, jika wali amanatnya sendiri belum diatur secara baku tugas dan kewenangan dalam wali amanat dalam penerbitan sukuk.

Dalam hal gagal bayar yang diakibatkan oleh emiten pailit dalam POJK ini belum diatur secara tegas tentang hal tersebut, baik tentang apa saja yang harus dilakukan oleh emiten dalam kondisi tersebut, dan bagaimana posisi investor dalam keadaan emiten sukuk mengalami pailit dan apakah wali amanat berhak untuk bertanggung jawab atas nama emiten untuk pengaduan atau tuntutan yang dilakukan oleh investor apabila emiten mengalami pailit. Karena pada dasarnya POJK ini hanya mengatur bahwa emiten diwajibkan untuk membayar bagi hasil,

⁵⁵ Pasal 8 ayat 2 Jenis Usaha Emiten Fatwa DSN No.20/DSN-MUI/IV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksadana Syariah.

margin atau imbalan jasa dan menanggung segala bentuk kerugian usaha yang disebabkan oleh kesengajaan atau kelalalaian atau pelanggaran yang dilakukan oleh emiten yang selebihnya tentang gagal bayar atau gagal dalam memenuhi kewajiban diatur sendiri oleh para pihak.

3. Perlindungan Hukum Preventif Bagi Investor Apabila Terjadi Risiko Gagal Bayar (Default) Terhadap Pelunasan Obligasi Syariah (Sukuk) Mudharabah

Setelah menjelaskantentang pertanggung jawaban emiten maka sekarang dijelaskan tentang perlindungan hukumnya. Perlindungan hukum berhak untuk diberikan kepada investor sebagai pemegang sukuk baik perlindungan yang dilakukan oleh OJK sebagai otoritas yang mengawasi dalam hal pasar modal atau pengawasan yang dilakukan oleh DSN-MUI dalam hal penerapan prinsip syariah. Perlindungan Hukum secara Preventif adalah Perlindungan Hukum yang diberikan untuk mencegah adanya suatu pelanggaran yang dalam hal penerbitan sukuk adalah peristiwa gagal bayar (*Default*). Disini juga akan dijelaskan tentang pemberian perlindungan preventif oleh OJK dan DSN-MUI dalam *defult* akad *Mudharabah*.

3.1 Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesai (DSN-MUI)

Dalam keadaan gagal bayar sukuk yang diakibatkan oleh emiten pailit dimana dalam fatwa DSN-MUI yang berkaitan dengan sukuk akad *Mudharabah* tidak menjelaskan keadaan gagal bayar itu sendiri tetapi hanya menjelaskan keadaan emiten dalam keadaan lalai dan/atau sengaja melanggar syarat perjanjian dan/atau melampaui batas maka dikenakan pertanggung jawaban kepada emiten. DSN-MUI melakukan pengawasan aspek syariah sebagai bentuk perlindungan

preventif yang diberikan kepada investor dengan cara memilih DPS atau TAS sejak proses emisi sukuk akad *Mudharabah* dimulai⁵⁶.

Selain itu dalam memberikan perlindungan preventif, DSN-MUI berhak memperoleh informasi terkait perjanjian penerbitan sukuk yang dilakukan oleh investor dan emiten. Yang dijelaskan dalam pasal 7 Fatwa DSN No. 40/DSN-MUI/X/2003 membahas tentang Pasar Modal Dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah Di Bidang Pasar Modal, yaitu⁵⁷:

“Dalam hal DSN-MUI memandang perlu untuk mendapatkan informasi, maka DSN-MUI berhak memperoleh informasi dari Bapepam dan Pihak lain dalam rangka penerapan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal”⁵⁸

Oleh karena itu DSN-MUI berhak untuk meminta informasi kepada emiten atau Bapepam yang dalam hal ini telah digantikan oleh OJK tentang hal yang berkaitan dengan penerbitan sukuk dalam hal penerapan prinsip syariah. Informasi yang perlu diketahui oleh DSN-MUI dalam penerbitan sukuk *Mudharabah* adalah tentang :

a. Mekanisme kegiatan usaha emiten yang tidak boleh bertentangan dengan syariah islam, yaitu :

- 1) Kegiatan perjudian dan/atau permainan yang tergolong judi dan/atau perdagangan yang dilarang.
- 2) Kegiatan lembaga keuangan konvensional (ribawi) misalnya kegiatan yang termasuk dalam perbankan dan asuransi konvensional.

⁵⁶ Ketentuan khusus nomor 6 dalam Fatwa DSN No. 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah Mudharabah.

⁵⁷ Lihat Pasal 7 fatwa DSN No.40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal Dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah Di Bidang Pasar Modal.

⁵⁸ Pasal 7 fatwa DSN No.40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal Dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah Di Bidang Pasar Modal.

- 3) Kegiatan produsen, serta pedagang, distributor, makanan dan minuman yang digolongkan haram.
 - 4) Kegiatan produsen, penyedia, dan/atau distributor barang-barang ataupun jasa yang sifatnya dapat merusak moral dan bersifat mudarat.
 - 5) Melakukan investasi pada Emiten yang pada saat transaksi tingkat pembagian keuntungan, hutang perusahaan kepada lembaga keuangan ribawi lebih dominan dari modalnya.
- b. Memiliki *Shariah Compliance Officer* dan Surat pernyataan yang dikeluarkan oleh emiten bahwa emiten akan menjamin terjalanya prinsip syariah.
 - c. Akad yang digunakan yaitu akad Mudharabah yang dimana ketentuannya diatur dalam Fatwa DSN No. 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi syariah mudaharabah.
 - d. Pelaksanaan transaksi harus harus dilakukan dilarang mengandungunsur *dharar, gharar, riba, maisir, risywah*, maksiat dan kezhaliman serta tidak boleh melakukan spekulasi dan manipulasi dalam pasar, oleh karena itu harus mejalankan prinsip kehati-hatian.. Unsur yang dimaksud diatas meliputi :
 - 1) *Najsy*, yaitu melakukan penawaran palsu.
 - 2) *Bai' al-ma'dum*, adalah kegiatan untuk penjualan atas barang (Efek Syariah) yang belum dimiliki (*short selling*).
 - 3) Insider trading, adalah memakai dan mendapatkan informasi orang dalam untuk memperoleh keuntungan atas transaksi yang dilarang.

- 4) Menimbulkan informasi yang menyesatkan.
- 5) Melakukan transaksi atas Efek Syariah dengan fasilitas pinjaman berbasis bunga atas kewajiban penyelesaian pembelian Efek Syariah tersebut biasa disebut dengan *Margin trading*.
- 6) Melakukan pembelian atau dan pengumpulan suatu Efek Syariah untuk menyebabkan perubahan harga Efek Syariah, dengan tujuan mempengaruhi Pihak lain, biasa disebut dengan *Ihtikar* (penimbunan).

Diatas adalah bentuk perlindungan preventif yang dilakukan oleh DSN-MUI dalam penerbitan sukuk *Mudharabah*, dalam hal gagal bayar sendiri DSN-MUI tidak secara jelas menjelaskan bahwa DSN-MUI memberikan perlindungan hukum terhadap hal tersebut. Hanya saja untuk mengantisipasi tidak terjalankannya prinsip syariah DSN-MUI meminta informasi terkait penerbitan sukuk. Terlebih lagi dalam hal gagal bayar yang diakibatkan oleh emiten pailit dalam fatwa DSN-MUI ini juga tidak membahas terkait hal tersebut. Maka dalam hal ini perlu dikaji ulang tentang perlindungan preventif dalam hal pengawasan DSN-MUI terutama dalam hal gagal bayar.

3.2 OJK

OJK adalah lembaga independen yang mempunyai tugas, wewenang untuk mengatur dan mengawasi dalam lembaga keuangan salah satunya pasar modal. Dalam hal pengawasan dan pengaturan pasar modal syariah, OJK juga ikut andil di dalamnya, terlebih khusus dalam penerbitan sukuk. Dalam keadaan gagal bayar hal yang diberikan kepada investor berupa perlindungan hukum preventif yang dilakukan oleh OJK adalah berupa pengawasan dan pengaturan terhadap tindakan

apa yang harus dilakukan oleh emiten. Gagal bayar sukuk dalam pengaturan OJK dikenal dengan istilah gagal dalam memenuhi kewajiban yaitu tidak memenuhi kepatuhan terhadap Prinsip Syariah dan/atau kewajiban finansial di pasar modal syariah. Tetapi tidak menjelaskan bentuk-bentuk dari kegagalan bayar yang dalam hal ini emiten mengalami kepailitan.

OJK dalam melakukan perlindungan preventif kepada investor berupa dibentuknya Dewan Pengawas Syariah (DPS), Tim Ahli Syariah (TAS) dan, Ahli Syariah Pasar Modal (ASPM). TAS adalah tim yang melakukan pertanggungjawaban terhadap kesesuaian syariah atas produk atau jasa syariah di Pasar Modal Syariah⁵⁹. DPS adalah dewan yang melakukan pertanggungjawaban memberikan nasihat dan saran serta untuk mengawasi pemenuhan Prinsip Syariah terhadap Pihak yang melakukan investasi di Pasar Modal syariah⁶⁰. ASPM adalah orang perseorangan atau badan usaha yang pengurus dan pegawainya memiliki pengetahuan dan pengalaman di bidang syariah, yang memberikan nasihat dan/atau dapat bertugas untuk mengawasi pelaksanaan penerapan Prinsip Syariah serta memberikan pernyataan kesesuaian syariah atas produk atau jasa syariah di Pasar Modal syariah⁶¹.

Dalam pasal 5 ayat (3) menyatakan bahwa Anggota DPS atau anggota TAS wajib memiliki izin Ahli Syariah Pasar Modal. Sehingga dalam hal ini DPS dan TAS merupakan bagian dari ASPM. Walaupun dalam POJK belum mengatur lebih lanjut perbedaan tugas, kewenangan, hak, dan kewajiban dari ketiga lembaga

⁵⁹ Pasal 1 angka 2 POJK No. 18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan Dan Persyaratan Sukuk

⁶⁰ Pasal 1 angka 3 POJK No. 18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan Dan Persyaratan Sukuk

⁶¹ Pasal 1 angka 6 POJK No. 18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan Dan Persyaratan Sukuk

tersebut dalam penerbitan sukuk, atau belum menjelaskan bahwa ketiga lembaga tersebut merupakan satu keastuan yang sama akan tetapi OJK sudah mengamanahkan kepada ketiga lembaga tersebut untuk mengawasi dan menjalankan pengaturan sukuk di indonesia agar sesuai dengan syariah islam. Dalam POJK No.18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan Dan Persyaratan Sukuk memberikan beberapa isyarat tentang kewenangan DPS atau TAS dalam memberikan perlindungan hukum preventif yaitu :

- a. Memberikan pernyataan tentang kesesuaian syariah penerbitan sukuk oleh emiten dalam penawaran umum.
- b. Memberikan pernyataan kesesuaian syariah atas sukuk yang akan di ubah jenis akad, isi akad dan/ atau aset yang mendasari penerbitan sukuk.
- c. Melakukan penyusunan laporan yang telah disampaikan oleh emiten kepada OJK tentang pemenuhan prinsip syariah di Pasar modal. Laporan yang diberikan jika dalam perbitan sukuk akad mudarabah adalah :

- 1) Aset yang digunakan sebagai dasar penerbitan sukuk harus sesuai dengan syariah.
- 2) Pernyataan kesesuaian syariah
- 3) Pernyataan Pendaftaran tentang proses penawaran umum yang juga disertai dokumen tambahan.
- 4) Prospektus dalam rangka pernyataan pendaftaran dan penawaran umum beserta informasi tambahan.
- 5) Laporan keuangan selama 2 (dua) tahun terakhir yang telah diaudit oleh emiten.
- 6) Perjanjian Perwaliamanatan Sukuk

- 7) Kesesuaian akad yang dalam hal ini akad *Mudharabah* dalam POJK No.53 /POJK.04/2015 tentang Akad Yang Digunakan Dalam Penerbitan Efek Syariah Di Pasar Modal, baik tentang modal yang harus dikelola, persyaratan kegiatan usaha, pembagian keuntungan dan kesepakatan lain tentang jangka waktu berlakunya sukuk dan cara penyelesaian jika terdapat perselisihan.

Dalam hal melakukan pengawasan penerbitan sukuk OJK dibantu oleh DPS, TAS dan ASPM akan tetapi sesuai dengan keindependenan OJK, OJK berhak dan berwenang untuk melakukan pemeriksaan atas tercapainya prinsip syariah di Pasar modal syariah yang dilakukan oleh emiten dalam kegiatannya di pasar modal syariah. Oleh karena tindakan-tindakan diatas dapat dikatakan sebagai bentuk perlindungan hukum preventif atas penerbitan sukuk. Lalu bagaimana dengan sukuk yang mengalami gagal bayar akibat emitennya pailit dalam hal ini OJK baik atas bantuan DPS, TAS dan ASPM belum menjelaskan secara baku atas peristiwa tersebut. Sehingga masih didapat kekosongan hukum atas hal tersebut dan menimbulkan berbagai pertanyaan bagaimana jika emiten dalam keadaan pailit apakah OJK dengan lembaga yang membantunya akan bertanggung jawab dan melindungi investornya atau diserahkan semuanya kepada kurator yang dalam hal ini sebagai pemberes harta emiten, serta bagaimana suatu usaha atau pencegahan yang di lakukan oleh OJK agar suatu emiten yang diketahui pailit menjalankan tanggung jawab kepada investor. Hal ini belum terjawab dalam peraturan ini.

4. Perlindungan Hukum Represif Bagi Investor Apabila Terjadi Risiko Gagal Bayar (Default) Terhadap Pelunasan Obligasi Syariah (Sukuk) Mudharabah

Setelah menjelaskan tentang perlindungan hukum yang dilakukan oleh DSN-MUI dan OJK maka sekarang dijelaskan tentang perlindungan hukum represifnya antara 2 lembaga tersebut. Perlindungan Hukum secara Represif adalah Perlindungan Hukum yang diberikan setelah suatu pelanggaran telah terjadi yang dalam hal penerbitan sukuk. Yang dalam hal ini menjelaskan apa tindakan represif atas peristiwa gagal bayar (*Default*), yang dimana perlindungan hukum represif lebih kepada hukuman yang akan diberikan baik bersifat administrasi, perdata maupun pidana.

4.1 Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesai (DSN-MUI)

Perlindungan Represif yang dilakukan oleh DSN-MUI apabila terjadi sebuah pelanggaran maka solusi penyelesaian perselisihannya adalah apabila terdapat satu pihak yang tidak menunaikan kewajibannya atau terjadi perselisihan yang berhubungan penerbitan sukuk *Mudharabah* maka penyelesaiannya dilakukan melalui Badan Arbitase Syariah Nasional (BASYARNAS), dimana hal tersebut dilakukan apabila tidak tercapainya kesepakatan dalam musyawarah. BASYARNAS adalah badan permanen dan independen yang bertujuan untuk menyelesaikan kemungkinan terjadinya sengketa muamalat yang timbul dalam hubungan perdagangan, industri keuangan, jasa dan lain-lain dalam industri keuangan.

Tujuan dibentuknya BASYARNAS adalah untuk menyelesaikan beberapa sengketa yang berhubungan dengan muamalat misalnya hubungan perdagangan, industri, keuangan, jada dan lainnya antara lembaga-lembaga keuangan syariah

dan masyarakat yang berhubungan dengan lembaga tersebut. Penyelesaiannya senantiasa merujuk kepada aturan syariat islam. Menurut Yudo Paripurno, Ketua BASYARNAS menjelaskan bahwa ada beberapa yuridiksi dari BASYARNAS yaitu⁶²:

- a. “Menyelesaikan secara adil dan cepat sengketa muamalah atau perdata yang timbul dari bidang perdagangan, keuangan, industri, jasa, dan lain-lain yang menurut hukum dan peraturan perundang - undangan dikuasi sepenuhnya oleh pihak yang bersengketa, dan para pihak sepakat secara tertulis untuk menyerahkan penyelesaian kepada BASYARNAS sesuai dengan peraturan dan prosedur BASYARNAS.
- b. Memberikan pendapat yang mengikat atas permintaan para pihak tanpa adanya suatu sengketa tentang suatu persoalan berkenaan dengan suatu perjanjian”

Kedudukan hukum BASYARNAS semakin kuat setelah danya Undang - Undang Nomor 30 tahun 1999 tentang Arbitrase dan Alternatif Penyelesaian Sengketa. Dimana di Indonesia terdapat 2 lembaga arbitase yaitu BANI yang diprakarsai oleh Kamar Dagang Indonesia (KADIN) yang berwenang menyelesaikan sengketa perdata di Indonesia dan BASYARNAS yang di prakarsai oleh DSN-MUI yang berwenang menyelesaikan masalah muamalat islam secara *tahkim* menurut syariat islam. Walaupun sampai sekarang permasalahan tentang sengketa dalam pasar modal syariah belum ada, bukan berarti BASYARNAS tidak menjalankan tugasnya dengan sebaik-baiknya akan tetapi masih dibukanya penyelesaian sengketa secara kekeluargaan diantara kedua

⁶² Edi Hudiata, Penyelesaian Sengketa Perbankan Syariah, Yogyakarta, UII Press Yogyakarta, 2015, hlm. 118.

belah pihak untuk menyelesaikan sengketanya maka tidak perlu sampai mengadukannya dan diprosesnya perkara ke BASYARNAS.

Pengaturan Fatwa DSN No. 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah dan Fatwa DSN No. 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah Mudharabah dibuat pada tahun 2002 dimana belum memasuki lahirnya UNDANG - UNDANG No. 3 tahun 2006 tentang Peradilan Agama, maka Fatwa diatas masih menggunakan BASYARNAS saja dalam menangani penyelesaian sengketa. Sedangkan Fatwa DSN-MUI yang di terbitkan setelah lahirnya Undang - Undang No. 3 tahun 2006 tentang Pengadilan Agama, ditambahkan lah redaksinya menjadi “jika mengalami sengketa di bidang ekonomi syariah masyarakat dapat memilih penyelesaian sengketa melalui jalur non litigasi di BASYARNAS atau jalur litigasi di Peradila Agama”, hal ini dilakukan dalam rangka memperingati bertambahnya kewenangan PA dalam menangani sengketa di bidang ekonomi syariah.

Pengertian Peradilan Agama dalam pasal 25 ayat (3) Undang - Undang tentang Kekuasaan Kehakiman menyatakan bahwa Peradilan agama berwenang memeriksa, mengadili, memutus, dan menyelesaikan perkara antara orang-orang yang beragama islam sesuai dengan ketentuan peraturan perundang-undangan. Yang kemudian dilanjutkan dalam pasal 49 UNDANG - UNDANG No. 3 tahun 2006 tentang Peradilan Agama menjelaskan bahwa Peradilan Agama berwenang untuk memeriksa, memutuskan, dan menyelesaikan perkara tingkat pertama antara orang-orang yang beragama islam di bidang:

- a. Perkawinan
- b. Waris

- c. Wasiat
- d. Hibah
- e. Wakaf
- f. Infaq
- g. Zakat
- h. Shadaqah
- i. Ekonomi syariah

Yang diperjelas pula tentang lingkup dari ekonomi syariah dalam penjelasan pasal 49 Undang - Undang Nomor 3 tahun 2006, yaitu :

- a. Bank syariah
- b. Lembaga keuangan mikro syariah
- c. Asuransi syariah
- d. Reasuransi syariah
- e. Reksadana syariah
- f. Obligasi syariah atau surat berharga berjangka menengah
- g. Sekuritas syariah
- h. Pembiayaan syariah
- i. Pengadaian syariah
- j. Dana pensiun lembaga keuangan syariah\
- k. Bisnis syariah.

Secara yuridis dalam pasal 49 huruf (i) Undang - Undang No. 3 tahun 2006 memberikan kewenangan mutlak atau absolut bagi peradilan agama untuk bisa menerima, mengadili dan memutuskan perkara-perkara pasar modal syariah terutama dalam hal penerbitan sukuk juga merupakan sebagai bagian dari cabang

muamalat keislaman. BASYARNAS dan Peradilan Agama merupakan langkah perlindungan Represif yang dilakukan oleh DSN-MUI sebagai lembaga pengawas kepada investor apabila diketahui emiten tidak menjalankan kewajibannya yang mana dalam penyelesaian sengketa harus di ajukan permohonan atau tuntutan terlebih dahulu.

Dalam hal penyelesaian sengketa yang diakibatkan oleh gagal bayar yang diakibatkan oleh emiten pailit dalam fatwa ini tidak memberikan sanksi yang spesifik baik sanksi administrasi, perdata maupun pidana yang dalam hal ini lebih menonjolkan pada sanksi perdata yang mana diajukan kepada BASYARNAS sebagai langkah non-litigasi dan kepada Peradilan Agama sebagai langkah litigasinya.

4.2 OJK

Perlindungan Represif yang diberikan OJK dalam POJK No.18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk dan POJK No. 53 /POJK.04/2015 tentang Akad yang Digunakan Dalam Penerbitan Efek Syariah tidak lepas dari pemberian sanksi dalam penerbitan obligasi konvensional yang diatur dalam Undang - Undang tentang Pasar modal. Dalam POJK ini menjelaskan ketentuan sanksi secara baku, yang dimana dinyatakan bahwa terhadap pihak-pihak yang telah melanggar ketentuan peraturan OJK tentang penerbitan sukuk, penerapan akad sukuk, penerapan prinsip syariah termasuk setiap pihak yang sengaja maupun lalai menyebabkan terjadinya pelanggaran dalam peraturan OJK ini berhak untuk memberikan sanksi administrasi berupa:

- a. Peringatan tertulis.
- b. Denda dengan membayar sejumlah uang tertentu.

- c. Pembatasan kegiatan usaha.
- d. Pembekuan kegiatan usaha.
- e. Pencabutan izin usaha.
- f. Pembatalan persetujuan.
- g. Pembatalan pendaftaran.

Sehingga dalam hal terjadinya gagal bayar yang dilakukan oleh emiten maka OJK memberikan perlindungan represif dengan sanksi administrasi berupa hal-hal diatas. Selain itu selebihnya dalam hal pemberian sanksi diluar sanksi administrasi keseluruhanya diserahkan kepada OJK sebagai lembaga pengawas, yang dimana dijelaskan bahwa tidak mengurangi ketentuan pidana dalam undang - undang pasar modal tentang gagalnya terpenuhinya kewajiban dalam penerbitan sukuk, maka dijelaskan ketentuan pidana yaitu pada pasal 100 dan 101 undang - undang pasar modal tentang hak dan kewenangan memeriksa dan melakukan penyidikan yang dalam hal ini di ubah dalam Undang - Undang Nomor 21 tahun 2011 tentang OJK yang mana OJK memiliki hak untuk melakukan penyidikan dalam pasal 49 yaitu⁶³:

- a. OJK dapat Menerima laporan, pemberitahuan, atau pengaduan dari seseorang tentang adanya tindak pidana di sektor jasa keuangan.
- b. OJK dapat Melakukan penelitian atas kebenaran laporan atau keterangan berkenaan dengan tindak pidana di sektor jasa keuangan.
- c. OJK dapat Melakukan penelitian terhadap Setiap Orang yang diduga melakukan atau terlibat dalam tindak pidana di sektor jasa keuangan.

⁶³ Lihat Pasal 49 Undang - Undang No. 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan.

- d. OJK dapat Memanggil, memeriksa, serta meminta keterangan dan barang bukti dari Setiap Orang yang disangka melakukan, atau sebagai saksi dalam tindak pidana di sektor jasa keuangan.
- e. OJK dapat Melakukan pemeriksaan atas pembukuan, catatan, dan dokumen lain berkenaan dengan tindak pidana di sektor jasa keuangan.
- f. OJK dapat Melakukan penggeledahan di setiap tempat tertentu yang diduga terdapat setiap barang bukti pembukuan, pencatatan, dan dokumen lain serta melakukan penyitaan terhadap barang yang dapat dijadikan bahan bukti dalam perkara tindak pidana di sektor jasa keuangan.
- g. OJK dapat Meminta data, dokumen, atau alat bukti lain, baik cetak maupun elektronik kepada penyelenggara jasa telekomunikasi.
- h. OJK Dalam keadaan tertentu meminta kepada pejabat yang berwenang untuk melakukan pencegahan terhadap orang yang diduga telah melakukan tindak pidana di sektor jasa keuangan sesuai dengan ketentuan peraturan perUNDANG - UNDANG an.
- i. OJK dapat Meminta bantuan aparat penegak hukum lain.
- j. OJK dapat Meminta keterangan dari bank tentang keadaan keuangan pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam pelanggaran terhadap peraturan perUNDANG - UNDANG an di sektor jasa keuangan.
- k. OJK dapat Memblokir rekening pada bank atau lembaga keuangan lain dari pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam tindak pidana di sektor jasa keuangan.

- l. OJK dapat Meminta bantuan ahli dalam rangka pelaksanaan tugas penyidikan tindak pidana di sektor jasa keuangan.
- m. OJK dapat Menyatakan saat dimulai dan dihentikannya penyidikan.

Penyidikan dilakukan dengan berpedoman pada KUHPidana, apabila diketahui emiten telah melakukan gagal bayar atau tidak menjalankan kewajibannya maka dalam hal ini emiten dapat dikatakan melakukan penipuan kepada investor yang dalam hal ini melanggar pasal 90 dikenakan sanksi pidana berupa ancaman pidana penjara paling lama 10 (sepuluh) tahun dan denda paling banyak Rp15.000.000.000,00 (lima belas juta rupiah), yang sebagaimana diuraikan dalam pasal 104 Undang - Undang Pasar modal⁶⁴.

Selain itu OJK telah membuat pengaturan tentang penyelesaian sengketa yang diatur dalam POJK No. 1/POJK.07/2014 tentang Lembaga Alternatif Penyelesain Sengketa di Sektor Jasa Keuangan. Dalam penjelasan umum peraturan tersebut dijelaskan bahwa alternatif penyelesaian sengketa di sektor jasa keuangan ditempuh dengan 2 (dua) cara yaitu penyelesaian pengaduan⁶⁵ yang dilakukan oleh Lembaga Jasa Keuangan (*internal dispute resolution*) dan penyelesaian sengketa⁶⁶ melalui lembaga peradilan atau lembaga luar pengadilan(*external dispute resolution*). Berdasarkan pasal 2 POJK No.

⁶⁴ Lihat Pasal 90 Undang - Undang No. 21 Tahun 2011 tentang OJK.

⁶⁵ Pengaduan adalah penyampaian ungkapan ketidakpuasan konsumen yang disebabkan oleh adanya kerugian atau potensi kerugian finansial pada konsumen yang diduga terjadi karena kelalaian atau kesalahan Lembaga Jasa Keuangan dalam kegiatan penempatan dana oleh konsumen kepada Lembaga Jasa Keuangan dan/atau pemanfaatan pelayanan dan/atau produk lembaga jasa keuangan (pasal 1 angka 12 POJK No. 1/POJK.07/2014 tentang Lembaga Alternatif Penyelesain Sengketa di Sektor Jasa Keuangan).

⁶⁶ Sengketa adalah perselisihan anatar konsumen dengan lembaga jasa keuangan dalam kegiatan penempatan dana oleh konsumen pada Lembaga Jasa Keuangan dan/atau pemanfaatan pelayanan dan/atau produk lembaga jasa keuangan (pasal 1 angka 13 POJK No. 1/POJK.07/2014 Tentang Lembaga Alternatif Penyelesain Sengketa di Sektor Jasa Keuangan).

1/POJK.07/2014 penyelesaian pengaduan oleh lembaga jasa keuangan disebutkan yaitu⁶⁷:

- a. Pengaduan wajib diselesaikan terlebih dahulu oleh lembaga jasa keuangan.
- b. Dalam hal tidak tercapainya kesepakatan penyelesaian pengaduan, konsumen dan lembaga jasa keuangan dapat melakukan penyelesaian sengketa di luar pengadilan atau melalui pengadilan.
- c. Penyelesaian sengketa di luar pengadilan dilakukan melalui lembaga alternatif penyelesaian sengketa.
- d. Lembaga alternatif penyelesaian sengketa diatur dan ditetapkan oleh OJK dalam regulasinya, meliputi⁶⁸:

1) Layanan penyelesaian sengketa yang kurang lebih berupa :

- a) Mediasi
- b) Ajudikasi
- c) Arbitrase

2) Peraturan yang kurang lebih meliputi :

- a) Layanan penyelesaian sengketa
- b) Prosedur penyelesaian sengketa
- c) Biaya penyelesaian sengketa
- d) Ketentuan benturan kepentingan dan afiliasi bagi mediator, adjudikator, dan arbiter
- e) Kode etik bagi mediator, adjudikator, dan arbiter.

⁶⁷ pasal 2 POJK No. 1/POJK.07/2014 tentang Lembaga Alternatif Penyelesain Sengketa di Sektor Jasa Keuangan

⁶⁸ Pasal 4 POJK No. 1/POJK.07/2014 tentang Lembaga Alternatif Penyelesain Sengketa di Sektor Jasa Keuangan

- 3) Menerapkan prinsip aksesibilitas, independensi, keadilan, dan efisiensi dan efektifitas dalam setiap peraturannya.
 - 4) Mempunyai sumber daya untuk dapat melaksanakan pelayanan penyelesaian sengketa.
 - 5) Didirikan oleh lembaga yang menjalankan fungsi *self regulatory organization* dan/atau didirikan oleh lembaga jasa keuangan yang dikoordinasikan oleh asosiasi.
- e. Penyelesaian sengketa melalui lembaga alternatif penyelesaian sengketa bersifat rahasia.

Dalam POJK ini menjelaskan pemberian sanksi administrasi, sanksi pidana dan penyelesaian alternatif sengketa yang diberikan kepada emiten apabila tidak melakukan kewajibannya atau dalam hal ini gagal bayar, yang dimana pemberian sanksi dan proses penyidikan dilakukan oleh OJK. Sedangkan dalam pemberian sanksi perdata belum dibahas disini baik di POJK tentang penerbitan sukuk ataupun di Undang - Undang Pasar Modal akan tetapi sudah diberikan kebebasan kepada para pihak untuk menyelesaikan sengketa.

Pada dasarnya lingkup penerbitan sukuk merupakan perjanjian yang bersifat kontaktual maka apabila diketahui adanya gagal bayar yang berhak untuk menentukan suatu tindakan adalah investor, baik akan melakukan sebuah penuntutan ataukah penyelesaian secara damai. Hal ini juga belum diatur dalam POJK selain itu dalam hal gagal bayar yang dilakukan oleh emiten pailit, untuk mengetahui bahwa emiten dalam proses pailit adalah saat di ajukannya gugatan atas 2 (dua) kreditor atau lebih kepada satu debitor di Pengadilan niaga. Maka dari itu belum dan sangat jelas sekali masih adanya kekosongan hukum dalam POJK

ini terhadap pemberian perlindungan represif terhadap investor dimana emiten dalam keadaan pailit. Selain itu dalam POJK No. 1/POJK.07/2014 tidak menjelaskan pula secara baku kewenangan dalam hal penanganan sengketa dijalur pengadilan terutama penanganan kasus gagal bayar di penerbitan sukuk.

5. Analisis Perlindungan Hukum Bagi Investor Apabila Terjadi Risiko Gagal Bayar (Default) Terhadap Pelunasan Obligasi Syariah (Sukuk) Mudharabah

Telah dijelaskan bagaimana bentuk perlindungan hukum dan pertanggung jawaban hukum yang ditimbulkan dari penerbitan sukuk baik ditinjau dari Fatwa DSN-MUI atau Peraturan OJK, sehingga menemukan jawaban akan bentuk regulasi terhadap penerbitan sukuk akad *Mudharabah* ketika terjadi gagal bayar (*default*). Berikut adalah perbedaan dari kedua pengeturan DSN-MUI dan POJK, yang seharusnya kedua regulasi ini harus saling terkait dan berkesinambungan akan tetapi dalam penelitian yang dilakukan terdapat perbedaan yang diperkirakan dapat membingungkan investor jika akan berinvestasi dalam sukuk, yaitu

Tabel 4.3
Perbedaan pertanggung jawaban Hukum dan Perlindungan Hukum
penerbitan sukuk saat terjadi gagal bayar (*default*)
Sumber : Data Hukum Primer, Diolah, Tahun 2017

NO	PERBEDAAN	Fatwa DSN No. 32/DSN-MUI/IX/2002 dan Fatwa DSN No. 33/DSN-MUI/IX/2002	POJK No. 18/POJK.04/2015 dan POJK No. 53/POJK.04/2015
1.	Istilah gagal bayar	Tidak dijelaskan secara baku tentang risiko gagal bayar akan tetapi dalam ketentuan khusus istilah gagal bayar di sebutkan “lalai dan/ataumelanggar syarat perjanjian dan/atau melampaui batas kepada pihak lain”	Dijelaskan dalam penjelasan pasal 8 huruf m istilah gagal bayar adalah “gagal dalam memenuhi kewajiban” adalah kondisi dimana tidak memenuhi kewajiban keuangan dan/atau gagal mematuhi Prinsip Syariah di Pasar Modal.
2.	Pertanggung Jawaban Hukum oleh emiten	<i>Mudharib</i> berkewajiban untuk menjamin	<i>Mudharib</i> bertanggung jawab melakukan

	saat gagal bayar	pengembalian dana awal sukuk Mudharabah, <i>Mudharib</i> membuat surat pengakuan hutang, <i>Shahibul mal</i> berhak untuk menarik dana awal sukuk Mudharabah.	pembayaran bagi hasil, marjin atau imbalan jasa. Sehingga dalam POJK ini <i>Mudharib</i> tidak diwajibkan untuk mengembalikan dana awal sukuk Mudharabah akan tetapi lebih pada pembayaran bagi hasil, marjin atau imbalan jasa, yang diketahui bahwa diharapkan kegiatan usaha <i>Mudharib</i> harus membawa keuntungan.
3.	Pertanggung Jawaban Hukum oleh wali amanat saat gagal bayar	Tidak mengatur tentang tanggung jawab wali amanat dikarenakan semua beban pertanggung jawaban apabila terjadi gagal bayar di kenakan pada emiten.	Wali amanat sebagai badan yang berkewajiban untuk mengawasi dan mengingatkan emiten agar menjalankan akad Mudharabah sesuai dengan syariah dan aset yang digunakan untuk mendasari penerbitan sukuk Mudharabah juga sesuai syariah. Selain itu wali amanat bertanggung jawab untuk mewakili kepentingan investor sampai dengan terpenuhinya kewajiban emiten serta terpenuhinya hak investor.
4.	Perlindungan Hukum preventif saat gagal bayar	Dengan memilih Dewan Pengawas Syariah atau Tim Ahli Syariah dan DSN-MUI melakukan pengawasan dengan meminta informasi terkait penerbitan sukuk kepada emiten dan OJK.	Dengan memilih Dewan Pengawas Syariah atau Tim Ahli syariah yang harus mendapatkan pernyataan Ahli Syariah Pasar Modal. Yang bertugas memberikan pengawasan dengan mengeluarkan pernyataan kesesuaian syariah atas sukuk dan membantu melakukan penyusunan laporan emiten yang kemudian akan dilaporkan ke OJK.
5.	Perlindungan Hukum	Menjelaskan secara jelas	Menjelaskan secara jelas

	reprsif saat gagal bayar	tentang penyelesaian perselisihan dengan memilih BASYARNAS sebagai bentuk non-litigasi dan Pengadilan Agama sebagai bentuk litigasi. Walaupun dalam peraturannya tidak menjelaskan ketentuan sanksi baik administrasi, perdata maupun pidana.	tentang sanksi administrasi dalam pasal 14 akan tetapi ketentuan sanksi pidana masih dipersamakan dengan penetapan sanksi yang dikenakan dalam obligasi konvensional. Selain itu dalam hal penyelesaian perselisihan POJK ini tidak mengatur secara baku akan hal itu akan tetapi di atur lain di POJK lain.
--	--------------------------	---	--

Penjelasan diatas tentang perbedaan antara pertanggung jawaban hukum dan perlindungan hukum yang diatur oleh 2 (dua) lembaga yang berkaitan di dalam pasar modal syariah terutama dalam penerbitan sukuk dimana emiten mengalami gagal bayar (*default*). Selain itu terdapat persamaan yang berkaitan dengan bahasan yang di teliti dalam kedua peraturan diatas baik yang diatur oleh DSN-MUI atau OJK, yaitu

- a. Kedua peraturan tersebut tidak menjelaskan secara baku tentang faktor-faktor gagal bayar (*default*) dalam penerbitan sukuk.
- b. Kedua peraturan tersebut tidak mengatur tentang gagal bayar yang diakibatkan apabila emiten pailit, baik bagaimana bentuk pertanggung jawaban emiten dan wali amanat, serta bentuk perlindungan hukum yang dilakukan oleh DSN-MUI atau OJK atas peristiwa tersebut, agar investor mengetahui dimanakah kedudukan investor pemegang sukuk Mudharabah apabila diketahui emiten mengalami pailit, karena pada dasarnya akad penerbitan sukuk disertain dengan aset yang mendasarinya (*underlying asset*).

- c. Dalam kedua peraturan tersebut *Mudharib* sama-sama menanggung seluruh kerugian usaha yang disebabkan oleh kelalaian, kesengajaan, dan/atau pelanggaran oleh *mudharib*. Sehingga dalam hal penerbitan sukuk hanya menekankan pada pembagian keuntungan bukan pembagian kerugian.
- d. Kedua Peraturan tersebut tidak mengatur akibat hukum dari perjanjian penerbitan sukuk apabila terjadi gagal bayar terutama dalam hal emiten mengalami pailit sehingga tidak diketahui apakah sukuk tersebut saat terjadi gagal bayar itu akan batal demi hukum, dapat dibatalkan atau berubah menjadi surat hutang.

Dari penjelasan diatas maka pengaturan tentang gagal bayar atas emiten yang pailit belum diatur secara jelas dan adanya tumpang tindih akan Dewan Pengawas syariah yang dipilih oleh DSN-MUI dengan Dewan Pengawas syariah yang dipilih oleh OJK. Oleh karena itu perlu diadakannya revisi atas Peraturan OJK No.18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk agar dapat memenuhi persyarat dan perbitan sukuk yang memuat apa yang ada di Fatwa DSN-MUI atau membuat Undang - Undang Pasar modal tersendiri yang menggabungkan kedua peraturan tersebut dalam satu kodifikasi terutama dalam gagal bayar yang diakibatkan oleh emiten pailit bagaimana bentuk pertanggung jawaban hukum dan perlindungan hukumnya..