

MITIGASI RESIKO SUKUK GAGAL BAYAR DALAM PERPEKTIF EKONOMI SYARIAH

Imam Mawardi ¹, Moch. Su'eb ², A. Afif Amrullah ³, Nihro Afandi ⁴,
Uswatun Chasanah ⁵

¹ Universitas Sunan Giri Surabaya, imammawardy86@gmail.com

² Universitas Sunan Giri Surabaya, kacongsueb@gmail.com

³ Universitas Sunan Giri Surabaya, afifamrullah.id@gmail.com

⁴ Universitas Sunan Giri Surabaya, nihroafandi@unsuri.ac.id

⁵ Universitas Sunan Giri Surabaya, uswatunchasanahh27@gmail.com

ABSTRAK

Industri keuangan syariah telah berkembang pesat di pasar keuangan global hingga tahun 2015 ketika mengalami perlambatan pada tahun 2016 dengan perkiraan nilai USD 1,89 triliun. Wanprestasi sukuk harus dapat diatasi atau dihindari, sehingga melalui makalah ini kami ingin mengungkapkan risiko yang dapat timbul dari sukuk dan memitigasi risiko gagal bayar sukuk. Jenis metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah literatur, yaitu penelitian yang penemuan objeknya dilakukan dengan menggali informasi literatur. Hasil penelitian ini, penyelesaian risiko gagal bayar salah satunya dengan melakukan restrukturisasi sukuk. Adapun untuk restrukturisasi, yaitu penjadwalan ulang, pemberian perpanjangan waktu, regulasi harus diperketat, seperti obligasi konvensional tetap menggunakan prinsip syariah sekaligus dan semua transaksi Sukuk harus halal, hindari transaksi riba (membayar dan mengambil bunga), gharar (ambiguitas, fraud), dan maysir (permainan peluang), larangan berinvestasi pada produk dan jasa yang tidak sesuai dengan syariah, perlu persetujuan dari Dewan Penasehat Syariah. Ada dua implikasi utama dari prinsip syariah penyelesaian sengketa ini. Pertama, para pihak diberi keleluasaan untuk menentukan resolusi melalui negosiasi yang adil, selama tidak bertentangan dengan aturan Syariah lainnya, seperti riba, gharar, dan maysir. Kedua, perancah konkret untuk restrukturisasi utang semakin sedikit karena para pihak dapat menyusun sejumlah solusi.

Keywords: Resiko, Sukuk, Gagal Bayar, Ekonomi Syariah

ABSTRACT

The Islamic finance industry has grown rapidly in global financial markets until 2015 when it experienced a slowdown in 2016 with an estimated value of USD 1.89 trillion. Defaults on sukuk must be able to be overcome or avoided, so through this paper we want to reveal the risks that can arise from sukuk and mitigate the risk of sukuk defaulting. The type of research method used in this research is literature, namely research whose object discovery is carried out by digging literature information. The result of this study, the resolution of the risk of default is one of them by restructuring the sukuk. As for restructuring, namely rescheduling, providing an extension of time, regulations must be tightened, such as conventional bonds continue to use sharia principles at the same time and all Sukuk transactions must be halal, avoid transactions of riba (paying and taking interest), gharar (ambiguity, fraud), and maysir (games of chance), prohibition of investing in products and services that are not in accordance with sharia, need approval from the Advisory Board Sharia. There are two major implications of this sharia principle of dispute resolution. First, the parties are given the discretion to determine resolutions through fair negotiations, as long as they do not conflict with other Sharia rules, such as usury, gharar, and maysir. Second, there is less concrete scaffolding for debt restructuring because the parties can work out a number of solutions.

Keywords: *Risk, Sukuk, Default, Sharia Economics*

PENDAHULUAN

Pertumbuhan praktik keuangan syariah di Indonesia cukup mengejutkan dan menjanjikan karena permintaan masyarakat terhadap praktik tersebut meningkat. Awalnya, pada tahun 1980, sebuah lembaga keuangan kecil bernama BMT (Baitul Maal wal Tamwil) dibuka di Bandung. Bank Perkreditan Rakyat Syariah menyusul pada tahun 1990, yaitu Bank Perkreditan Rakyat BPR Dana Mardhatillah, BPR Berkah Amal Sejahtera, dan BPR Amanah Rabbaniyah. Sedangkan Bank Syariah pertama berdiri di tahun 1992, yaitu Bank Muamalat Indonesia (BMI). Pasar modal syariah dimulai pada tahun 1997, yaitu dengan reksa dana syariah. Jakarta Islamic Index dimulai pada tahun 2000; obligasi Islam (tersedia dengan akad *mudharabah*) muncul pada tahun 2002, dan pada tahun 2004 menjadi tersedia berdasarkan Ijarah. Pemerintah tidak menerbitkan obligasi sampai tahun 2008.

Industri keuangan syariah telah berkembang pesat di pasar keuangan global hingga tahun 2015, ketika mengalami beberapa perlambatan pada tahun 2016 dengan perkiraan nilai USD 1,89 triliun. (IFSB, 2009) Sekuritas syariah telah mendapatkan popularitas di kalangan perusahaan dan sektor publik dalam penggalangan dana, sementara praktik keuangan syariah membaik di ekonomi global dengan meningkatnya penerbitan Sukuk. (Shaikh, 2012) Pasar Sukuk membalikkan penurunan sebelumnya dan berkembang sebesar 6,06% menjadi ditutup pada USD 318,5 miliar pada akhir tahun 2016, dibandingkan dengan USD 300,3 miliar pada tahun 2015. (IFSB, 2009) Setelah sebagian besar terbatas di Timur Tengah, Asia Selatan, dan Asia Tenggara, keuangan dan investasi Islam sekarang menembus pasar di seluruh Eropa, Asia, dan bahkan Amerika Serikat. (Abdel- Khaleq, A. dan Richardson, 2007)

Dalam kasus Sukuk, pertumbuhan keuangan syariah mungkin tidak lepas dari masalah, karena adanya faktor internal atau eksternal. Contoh dari faktor internal adalah proyek *misestimated*, seperti Nakheel Sukuk di Dubai pada tahun 2008 dan *Saad Group* sukuk pada tahun 2009. Sedangkan faktor eksternal, seperti *force major* (*systematic risk*), mungkin bukan menjadi penyebab utama *default* sukuk. Di Indonesia, Sukuk wanprestasi pertama adalah Sukuk *Ijarah* yang diterbitkan oleh *Crude Cargo Company*. Salah arusnya menyebabkan *default*. Namun, sebelum ini, mereka selalu mengusulkan perjanjian utang tambahan. Tulisan ini mencoba menganalisis konsep dasar bagaimana satu Sukuk bisa wanprestasi berdasarkan konsep teoritis, seperti yang terjadi di Indonesia. Namun, sebuah perusahaan mengeluarkan akad *Ijarah*. Sukuk harus dalam kontrak khusus dan jarak jauh yang terpisah dari perusahaan operasional utama (penggagas). Dengan demikian, jika terjadi financial distress atau krisis, seharusnya tidak mengganggu pembayaran Sukuk *Ijarah*.

Sukuk adalah sekuritas investasi yang sesuai dengan kewajiban keuangan yang mewakili sekuritas beragam aset dan berbasis aset modern. Meskipun Sukuk sering disebut sebagai "Obligasi syariah" pada kenyataannya, mereka merupakan sekuritas *hybrid* yang memiliki karakteristik ekuitas dan utang. Selain itu, struktur produk Sukuk mirip dengan sekuritisasi konvensional karena prosedur yang diterapkan untuk penerbitan Sukuk kurang lebih sama dengan yang digunakan untuk sekuritisasi dalam sistem keuangan konvensional berbasis bunga, kecuali untuk peredaran *riba*, *gharar*, *maysir*, dan kegiatan lain yang dilarang oleh syariat. Masalah syariah yang belum terselesaikan sehubungan dengan

deklarasi masa lalu dan baru-baru ini dari beberapa Sukuk default sebagai keluhan non-syariah. Tidak diragukan lagi, penyelesaian masalah ini dan masalah lain yang belum terselesaikan yang berkaitan dengan default Sukuk dapat membantu memperkuat kepercayaan investor terhadap struktur pasar modal Islam.

Misalnya, struktur surat berharga Sukuk *al-ijarah* adalah aset berbasis sewa dan mereka juga memanfaatkan arus kas konsekuensial dari sewa dan jumlah pokok perjanjian sewa dan pembelian kembali untuk memberi kompensasi kepada investor atas resiko yang ditanggung oleh pemegang Sukuk. Struktur Sukuk *al-ijarah* biasanya disesuaikan untuk memenuhi tuntutan pihak, pada saat yang sama juga memenuhi kemampuan bisnis dan mematuhi prinsip-prinsip syariah. Sukuk mewakili kepentingan kepemilikan manfaat yang tidak terbagi atas aset dasar (baik berwujud maupun tidak berwujud), hasil, jasa, atau investasi dalam proyek tertentu atau kegiatan investasi khusus. Investasi semacam itu sering kali mirip dengan produk keuangan konvensional mengingat eksposur mereka terhadap *default*. Wanprestasi terjadi ketika penerbit menjadi tidak mampu membayar jumlah material pokok dan/atau bunga atas kewajiban keuangan sesuai dengan persyaratannya.(Use, 2019) Wanprestasi dapat disebabkan oleh ketidakmampuan atau keengganan debitur untuk memenuhi kewajiban kontraktual. Kepailitan mengacu pada posisi keuangan debitur, yaitu ketidakmampuannya untuk membayar hutang pada saat jatuh tempo karena kesulitan keuangannya.

Kegagalan bayar pada sukuk harus mampu mengatasi atau menghindarinya, sehingga melalui penelitian ini kami ingin mengungkapkan resiko yang mungkin bisa dimunculkan dari judul: Mitigasi Resiko dari Sukuk yang Gagal Bayar dalam Ekonomi Syariah.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan metode penelitian kualitatif, yaitu penelitian yang menghasilkan temuan tanpa menggunakan prosedur perhitungan statistik dalam analisis, Jenis metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini merupakan jenis kepustakaan (*library reseach*) yakni penelitian yang penemuan objeknya dilakukan dengan menggali informasi kepustakaan yang berfokus pada jurnal ilmiah dan kajian buku serta dari Publish or Perish (PoP).(Zed, 2014) Dalam hal ini kami mencoba mereview empat jurnal yang berkaitan dengan perkembangan sukuk yang terjadi diberbagai negara oleh Sulistya Rusgianto dkk,(Rusgianto et al., 2021)

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

Analisis dalam sukuk gagal bayar ada beberapa hal. Namun, dalam Sukuk beragun aset, default mungkin tidak terjadi jika non-pembayaran pengembalian bukan karena kecerobohan atau tindakan melanggar hukum dari pihak masalah karena hasil hanya dibayarkan jika ada hasil asli yang diperoleh dalam investasi. Penyebab berikut dilihat sebagai faktor kunci gagal bayar Sukuk di yurisdiksi manapun, yaitu:

a. Gagal Membayar Tepat Waktu

Jika perusahaan atau badan usaha yang menerbitkan Sukuk dengan maksud menghasilkan arus kas atau meningkatkan modal gagal untuk melakukan pembayaran tepat waktu sebagai disepakati, maka itu mengarah pada kemungkinan default pada masalah itu. Dalam acara kegagalan membayar tepat waktu dan akibatnya hak pemegang Sukuk (investor) perusahaan menjadi terpengaruh.

b. Kurangnya Regulasi Ketat yang Mendukung Menghindari Cidera Janji Sukuk.

Kurangnya undang-undang dan peraturan ketat yang mendukung pencegahan gagal bayar Sukuk adalah dianggap sebagai penyebab yang menyebabkan gagal bayar Sukuk. Kemudian Sikap dengan adanya regulasi yang ketat memberikan beberapa tingkat kenyamanan investor, dalam arti mereka cukup terlindungi dalam kejadian yang tidak diinginkan.

c. Integritas Struktural

Banyak pemegang Sukuk memiliki persepsi bahwa Sukuk yang dikontrak adalah “beragun aset” artinya, mereka memegang sekuritas yang diagunkan, memberi mereka klaim atas aset jika terjadi default. Sukuk yang berbasis aset, memberi investor kepemilikan atas arus kas tetapi tidak aset itu sendiri. Karena sebagian besar berbasis aset, pemegang Sukuk tidak memiliki jalan lain untuk aset berdasarkan ketentuan kontrak asli.

Aset dasar mungkin untuk beberapa kasus default Sukuk seperti kasus Kuwait Investment Dar dan Global Investment House, Saad Group di Arab Saudi, dan Dunia Dubai UEA. Integritas ini biasanya terdiri dari persyaratan yang: elemen risiko dibagi antara perusahaan bisnis dan pemodal, dan bahwa pembiayaan didukung oleh aset nyata.(Snaije, 2017)

d. Meniru Obligasi Konvensional

Setelah menyelidiki beberapa kasus default Sukuk, seperti default East Sukuk Kamerun dan kasus hampir default seperti Sukuk Nakheel ditemukan bahwa banyak Sukuk yang gagal bayar disusun sebagai tiruan dari obligasi konvensional. Struktur utang Sukuk menyediakan pemegang Sukuk dan emiten dengan struktur yang diinginkan yang mereplikasi risiko gagal bayar di konvensional obligasi.

Dalam struktur seperti itu, Sukuk mengharuskan penerbit (seperti peminjam dalam obligasi konvensional) untuk menjamin pendapatan tetap (mirip dengan bunga dalam obligasi konvensional). Obligasi serta modal (mirip dengan pokok obligasi konvensional) kepada penerbit (kreditur). Struktur obligasi konvensional seperti utang telah dimasukkan untuk Sukuk melalui pencantuman jaminan pendapatan dan modal dalam struktur. Penyertaan ini memastikan bahwa kegagalan tertentu untuk melakukan pembayaran berkala tepat waktu atau untuk menebus jumlah pokok pada tanggal jatuh tempo akan muncul cara “default”.(Abdullah, 2012)

e. Risiko Tambahan

Terkait dengan Sukuk Pengalaman gagal bayar Sukuk di negara-negara Dewan Kerjasama Teluk (GCC) kembali pada tahun 2009 dan 2010 mengungkapkan kepada investor risiko tambahan yang terkait dengan Sukuk sebagai hasil dari struktur yang tidak terbukti yang digunakan untuk mencapai kepatuhan Syariah. Investor yang menjajaki investasinya di Sukuk tidak menemukan perbedaan yang signifikan dalam apa hasil ekonomi yang diberikan dibandingkan dengan obligasi berbunga konvensional. Namun demikian, mereka menyadari bahwa struktur yang belum teruji menciptakan lapisan risiko ekstra dengan sedikit manfaat untuk tujuan diversifikasi portofolio.

f. Ambiguitas dan Kebingungan

Pemberlakuan kontrak Sukuk dan kepailitannya jika terjadi wanprestasi dalam beberapa kasus Sukuk diselimuti tabir ambiguitas. Misalnya, prospektus Nakheel Sukuk di Dubai, alih-alih menguraikan hal-hal, menambah

ambiguitas. Ini menyatakan bahwa.

Selain itu, ada beberapa kebingungan tentang klaim potensial. *Pertama*, secara hipotetis Dubai sebagai bagian dari UEA bertanggung jawab untuk hutang perusahaan yang dimilikinya, seperti Dubai World. Namun, selanjutnya bukti menunjukkan bahwa ini tidak terjadi. Lalu ada masalah aset fisik yang menopang Nakheel Sukuk senilai \$ 4 miliar pada tahun 2006, tetapi itu terbukti bahwa aset dasar bernilai jauh lebih rendah. Kemampuan menegakkan juga merupakan masalah karena, di bawah hukum Dubai, tidak ada hutang yang harus dibayar oleh penguasa dipulihkan dengan mengambil alih aset pemerintah. Itu ambiguitas tetap ada dalam masalah yurisdiksi lainnya juga. (Warde, 2011)

- g. Pelanggaran kontrak Gagal bayar
Sukuk juga dapat terjadi apabila terjadi pelanggaran oleh penerbit Sukuk atas tanggung jawab fidusia mengenai ketentuan asli perjanjian antara Penerbit Sukuk itu sendiri dan para pemegang Sukuk.

h. Penataan Sukuk

Telah dikemukakan bahwa menjadi produk Islam di mana unsur-unsur bunga, risiko, permainan peluang, atau spekulasi variasi tidak memiliki tempat, Sukuk harus memiliki lapisan keamanan ekstra daripada obligasi berbunga konvensional, sehingga meminimalkan risiko gagal bayar dan dengan demikian meningkatkan daya tariknya bagi investor.

Namun, perlindungan tersebut pada dasarnya tergantung pada struktur kontrak itu sendiri sebagai Sukuk Struktur al-musyarakah berbeda dengan struktur sukuk *murabahah* Keragaman struktur Sukuk

memerlukan restrukturisasi alternatif pilihan. Misalnya, struktur Sukuk *murabahah* dan Sukuk *istisna* adalah berbasis hutang dan dengan demikian memberikan hak kepada pemegang Sukuk untuk menerima pembayaran utang dari penerbit pada waktu istirahat yang telah disepakati sebelumnya. Sebaliknya, Sukuk beragun aset, yang tidak memiliki struktur utang, lebih terstruktur untuk berbagi keuntungan dan kerugian tidak seperti obligasi berbunga Pemegang Sukuk dengan hak kepemilikan proporsional atas aset dan akses ke pengembalian aset.

Akan tetapi akses langsung ke aset tidak tersedia dalam kasus ini Sukuk *ijarah*. Sukuk *mudarabah*, dan Sukuk *musyarakah*, karena sumber daya hanya terbatas pada pencetus dan penerbit Sukuk. Akan tetapi, tidak seperti Sukuk berbasis aset, Sukuk beragun aset memberikan pemegang Sukuk hak untuk mengklaim hanya dari aset dan bukan dari penerbit Sukuk.

Adapun secara prinsip-prinsip dasar syariah yang dapat dipertimbangkan dalam hal ini adalah:

- a. Restrukturisasi Sukuk dengan cara yang menciptakan hasil ekonomi yang sama seperti obligasi konvensional dengan tetap menjaga kepatuhan terhadap prinsip-prinsip syariah pada saat yang bersamaan. Oleh karena itu, seluruh transaksi Sukuk harus halal.
- b. Kebutuhan untuk menghindari setiap restrukturisasi yang mengharuskan pelanggaran riba (membayar dan mengambil bunga), gharar (ambiguitas, penipuan, risiko berlebihan), dan maysir (permainan untung-untungan). Dengan demikian, dalam transaksi restrukturisasi Sukuk tidak boleh memasukkan unsur kepentingan, risiko,

ambiguitas, dan perjudian pada tahap manapun. Misalnya, pemegang sertifikat Sukuk hanya dapat memperoleh keuntungan dari kinerja aset yang mendasarinya. Dalam keadaan apa pun, pembayaran dengan bunga tidak boleh dipertukarkan selama restrukturisasi.

- c. Larangan berinvestasi pada produk dan layanan yang tidak sesuai dengan syariah. Jadi, selama restrukturisasi, tidak boleh ada investasi dalam industri haram seperti prostitusi, perjudian, lotre, narkoba, senjata pemusnah massal, juga tidak boleh ada keterlibatan dalam pembuatan produk tembakau, daging babi atau alkohol, atau dalam menyediakan kegiatan pornografi.
- d. Perlunya persetujuan Dewan Penasihat Syariah untuk produk keuangan baru. (Rafay, A., Sadiq, R., & Ajmal, 2017)
- e. Ajaran umum bahwa jika seorang debitur mengalami kesulitan keuangan yang sering menyebabkan kebangkrutan, ia harus diberikan tenggang waktu (ketangguhan, penundaan) sampai lebih mudah baginya untuk membayar kembali hutangnya. Hal ini didasarkan pada ayat Al-Qur'an (2:280) yang menegaskan: *"Orang yang kesulitan membayar utangnya harus diberi waktu sampai kondisi keuangannya membaik."*

Sukuk menjadi komoditi yang menarik bagi investor muslim untuk memperoleh keuntungan. Terutama sukuk yang dikeluarkan oleh lembaga pemerintah. Karena pemerintah memiliki kemampuan yang dianggap pasti untuk mengembalikan modal dari sukuk. Akan tetapi, memiliki kemampuan yang dianggap pasti, ada potensi resiko yang harus dipertimbangkan oleh seorang investor. Resiko dari sukuk berdasarkan beberapa artikel yang sudah kami review menyebutkan ada

beberapa resiko sukuk yaitu resiko gagal bayar atau *Default Risk*, yang kedua resiko pasar (*Market Risk*) dan Rasio likuiditas. (Rafay, A., Sadiq, R., & Ajmal, 2017)

Resiko sukuk yang muncul paling utama adalah resiko gagal bayar atau wanprestasi. Peristiwa wanprestasi dapat menyebabkan perselisihan antara pemegang sukuk dan penerbit sukuk, karena konflik kepentingan antara kedua belah pihak. Oleh karena itu, para pihak yang bersengketa harus mencari kemungkinan penyelesaian. Resiko gagal bayar bisa disebut sebagai resiko likuiditas, resiko tersebut terjadi ketika penerbit sukuk tidak mampu membayar kembali kewajiban yang sudah ada di perjanjian sukuk. Konflik yang muncul antara penerbit dan pemegang sukuk harus bisa diselesaikan, menurut artikel yang ditulis oleh Sulistya, penyelesaiannya perselisihan antara penerbit dan pemegang sukuk dengan 2 metode yaitu: negosiasi dan mediasi.

Negosiasi dan mediasi oleh pihak lain untuk menyelesaikan perselisihan yang terjadi antara pemilik dan penerbit secara langsung akan menghasilkan berupa restrukturisasi sukuk, dengan jalan mengundurkan jadwalnya atau memperpanjang jangka waktu.

Dalam hukum Islam Indonesia yang diterbitkan oleh DSN MUI, belum mengakomodir kegiatan restrukturisasi tersebut, hal ini dapat dilihat dari fatwa yang sudah dikeluarkan oleh DSN-MUI, sampai sejauh ini masih belum mengeluarkan fatwa tentang restrukturisasi sukuk. Akan tetapi di Malaysia praktek Restrukturisasi sukuk sudah lazim dilakukan. Seperti beberapa kasus default sukuk yang terjadi di Malaysia seperti yang ditulis dalam artikel Sulistya Rusgiantoro. Menurut artikel yang ditulis Umar, beberapa syarat syariah yang harus dipenuhi untuk melakukan restrukturisasi sukuk, dan prinsip-prinsip dasar syariah. Resiko yang kedua adalah resiko market atau

pasar. Adalah potensi kerugian (*capital loss*) apabila terjadi kenaikan tingkat bunga yang menyebabkan penurunan harga Suku di Pasar Sekunder. Kerugian (*capital loss*) dapat terjadi apabila Investor menjual Sukuk di Pasar Sekunder sebelum Tanggal Jatuh Tempo pada harga jual yang lebih rendah dari harga belinya. Risiko pasar dalam investasi Sukuk tersebut dapat dihindari apabila investor Sukuk tetap memegang Sukuk sampai dengan Tanggal Jatuh Tempo, dan hanya menjual Sukuk jika harga jual (pasar) lebih tinggi daripada harga beli setelah dikurangi biaya transaksi. Pada saat harga pasar turun, Investor tetap mendapat Imbalan/Kupon setiap bulan sampai jatuh tempo.

Resiko Ketiga yaitu resiko likuiditas adalah potensi kerugian apabila sebelum Tanggal Jatuh Tempo, Pemilik Sukuk yang memerlukan dana tunai mengalami kesulitan dalam menjual Sukuk di Pasar Sekunder pada tingkat harga (pasar) yang wajar. Risiko ini dapat dihindari karena Sukuk dapat dijadikan sebagai jaminan dalam pengajuan pinjaman ke bank umum, lembaga keuangan lainnya atau sebagai jaminan dalam transaksi efek di pasar modal atau dijual pada Mitra Distribusi, mengikuti ketentuan dan persyaratan yang berlaku pada masing-masing bank dan lembaga keuangan lainnya.

Pembahasan

a. Dispute Resolution in the Restructuring of Defaulted Sukuk: An Empirical Investigation in Malaysia

Sebagaimana telah dibahas pada bagian sebelumnya, para pihak yang bersengketa dapat menyelesaikan sengketa mereka melalui pengadilan atau berbagai alternatif penyelesaian sengketa atau kombinasi keduanya. Kombinasi metode yang dipilih oleh para pihak yang bersengketa 17 perusahaan dari 34 perusahaan berhasil menyelesaikan sengketa mereka hanya melalui satu

metode penyelesaian sengketa, yaitu metode melalui sidang pengadilan. Sisa perusahaan dari sengketa yang belum terselesaikan, bisa melalui setidaknya dua metode.

Temuan ini menyiratkan bahwa para pihak yang bersengketa tidak boleh terpaku pada satu metode saja, akan tetapi dapat menggunakan beberapa metode penyelesaian secara bersamaan untuk menyelesaikan sengketa. Selanjutnya, ada metode negosiasi (termasuk negosiasi dari perlindungan pengadilan) hal ini cenderung digunakan sebagai metode pertama untuk menyelesaikan perselisihan sengketa mereka. Sidang pengadilan atau mediasi akan menjadi pilihan berikutnya, jika negosiasi menemui jalan buntu, maka tidak ada pihak yang menggunakan metode *arbitrase* untuk menyelesaikan sengketa. Karena berdasarkan dalam fenomena ini adalah bahwa pihak-pihak yang bersengketa menganggap lebih mahal, lebih lambat, kurang efisien, dan kurang fleksibel daripada litigasi. (Rusgianto et al., 2021)

Resiko yang terjadi pada sukuk yang ada di Malaysia, kemungkinan resiko paling besar yang terjadi adalah gagal bayar. Ketika sukuk mengalami kegagalan pembayaran atau pengembalian, maka dampak akibatnya terjadi sengketa antara penerbit dan pemegang sukuk. (Lestari et al., 2022)

Berdasarkan sistem regulasi di Malaysia, para pihak yang bersengketa dalam kasus sukuk wanprestasi dapat menyelesaikan sengketa mereka di pengadilan atau di luar pengadilan melalui berbagai mekanisme *Alternative Dispute Resolution* (ADR) seperti negosiasi, mediasi dan *arbitrase*. Studi ini menyarankan agar para pihak

yang bersengketa dapat menggunakan lebih dari satu metode atau kombinasi metode dalam penyelesaian sengketa untuk merestrukturisasi sukuk yang gagal bayar. Negosiasi cenderung dipilih sebagai pilihan pertama untuk menyelesaikan sengketa yang diikuti dengan pengadilan atau mediasi. Temuan menyiratkan bahwa pihak yang bersengketa harus mempertimbangkan kemungkinan metode penyelesaian sengketa yang tersedia di yurisdiksi di mana sukuk disusun untuk menyelesaikan sukuk yang gagal bayar.

b. Post-Default Sukuk Restructuring: An Appraisal of Shari'ah Issues

Ada banyak alasan yang menjelaskan mengapa emiten Sukuk memilih untuk merestrukturisasi kewajiban utangnya. Pada prinsip pertama, restrukturisasi utang lebih disukai daripada kepailitan bank karena pertimbangan biaya (baik bagi kreditur dan debitur) dan reputasi serta menawarkan harapan untuk pembayaran kembali. Restrukturisasi Sukuk juga memungkinkan emiten Sukuk untuk tetap menjalankan usahanya. (Ahmad et al., 2018)

Tantangan yang dihadapi industri dalam merestrukturisasi pembiayaan syariah termasuk sukuk adalah mengadopsi *modus operandi* restrukturisasi yang diakui dengan cara yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Prinsip-prinsip dasar syariah yang dapat dipertimbangkan dalam hal ini adalah:

- 1) Restrukturisasi Sukuk dengan cara yang menciptakan hasil ekonomi yang sama dengan obligasi konvensional dengan tetap menjaga kepatuhan terhadap prinsip-prinsip

syariah pada saat yang sama. Oleh karena itu, seluruh transaksi Sukuk harus halal.

- 2) Kebutuhan untuk menghindari setiap restrukturisasi yang mengharuskan pelanggaran *riba*, *gharar*, dan *maysir*. Dengan demikian, dalam transaksi restrukturisasi Sukuk tidak boleh mengandung unsur bunga, risiko, ambiguitas, dan perjudian pada tahap manapun.
- 3) Larangan berinvestasi pada produk dan layanan yang tidak sesuai syariah.
- 4) Perlunya persetujuan Dewan Penasehat Syariah untuk produk keuangan baru
- 5) Pedoman umum bahwa jika seorang debitur dalam kesulitan keuangan yang sering membawanya ke kebangkrutan, dia harus diberikan tenggang waktu sampai dia lebih mudah untuk melunasi hutangnya.

Studi ini menemukan bahwa untuk melindungi Sukuk dari gagal bayar dan akhirnya likuidasi prinsip-prinsip dasar Syariah, terlepas dari jenis, struktur, dan yurisdiksi Sukuk harus dipatuhi. Demikian pula, kepatuhan prinsip-prinsip dasar Syariah lainnya perlu dipertimbangkan saat restrukturisasi Sukuk yang mencakup penghindaran unsur bunga, risiko, ambiguitas, dan perjudian. Persetujuan Dewan Penasehat Syariah harus diperoleh dan memberikan masa tenggang (*grace period*) dalam hal debitur dalam kesulitan keuangan untuk menghindari kebangkrutan. Hal ini juga menyarankan adopsi yang tepat dari resiko suatu pendekatan di mana kreditur melepaskan sebagian dari hak mereka atas hutang, akibatnya sebagian dari hutang dihapuskan. Ini mengikuti

semangat ayat Al-Qur'an (2:280).(Ahmad et al., 2018)

c. **Sukuk Risks - A Structured Review of Theoretical Research**

Sukuk dapat menjadi alternatif dan pengganti yang baik untuk obligasi konvensional, namun perlu melihat kembali beberapa kriteria yang tidak diperbolehkan oleh Syariah. Struktur Sukuk perlu dikembangkan lebih lanjut untuk memenuhi kepatuhan Syariah. Beberapa masalah diidentifikasi yang mempengaruhi Sukuk yang ada. *Pertama*, Sukuk tidak boleh mengikuti patokan suku bunga seperti *London Interbank Offered Rate* (LIBOR), *Base Lending Rate* (BLR), *Kuala Lumpur Interbank Offered Rate* (KLIBOR), *Biaya Funds Index* (COFI) dan suku bunga komersial lainnya. *Kedua*, Sukuk harus menjadi transfer kepemilikan yang nyata. *Ketiga*, harus didasarkan pada prinsip pembagian risiko, transparansi dalam kontrak, serta nilai tandingan yang sama. Untuk memperbaiki struktur Sukuk, keadilan dan kesetaraan, kepemilikan aset, pembagian risiko daripada risiko mentransfer dan menghapus unsur-unsur riba dari struktur atau penggunaan bunga-bantalan tolak ukur.(Hasan et al., 2019)

Sukuk beragun aset sangat kompatibel dengan Syariah yang memiliki potensi untuk menggantikan obligasi konvensional. Obligasi konvensional terstruktur oleh utang. Sedangkan Sukuk berbasis ekuitas instrumen. Para investor Muslim yang setia akan mempertimbangkan hal ini dan profitabilitas bersama dengan kemungkinan risiko minimum. Dalam rangka mendirikan Sukuk sebagai pengganti obligasi konvensional yang kompatibel, ada kebutuhan untuk mengatasi risiko nyata terkait dengan Sukuk,

yang akan memotivasi lebih banyak investor dalam pembiayaan syariah ini produk dan mendorong pertumbuhan Sukuk.(Ferdiana et al., 2021)

Obligasi berbunga pemerintah dipilih oleh banyak investor karena dianggap aman dan terlihat memiliki likuiditas yang cukup. Namun, Sukuk memberikan pengembalian yang lebih baik dan menjadi lebih populer di dunia. Selain itu, sukuk dapat memainkan peran penting dalam pembangunan sosial dan ekonomi suatu negara. Namun demikian peluang pertumbuhan produk sukuk dan pasar terhambat oleh berbagai jenis resiko. Meskipun sukuk diklaim lebih aman dan dapat menghasilkan pendapatan yang lebih tinggi dari obligasi konvensional. Tidak boleh dilupakan bahwa sukuk itu penting sebagai sumber pembiayaan syariah dan pembangunan sosial dan ekonomi terutama bagi negara-negara muslim. Sukuk adalah inovasi yang telah memberikan investor muslim sumber pendanaan yang layak, namun harus berjalan dengan meminimalkan resiko yang terjadi.

d. **Analysis of the First Ijarah Sukuk Default In Indonesia: How Could It Be?**

Secara teoritis Sukuk memiliki karakteristik yang unik dan berbeda dengan obligasi konvensional. Sukuk didasarkan pada aset yang mendasari untuk mentransfer kepemilikan, hasil (manfaat) kepada pemegang. Mekanismenya mirip dengan saham karena memiliki pembayaran kupon reguler, tetapi tidak disertai dengan hak dan dividen. Dalam hal Sukuk wanprestasi, perlakuannya juga harus berbeda dengan perlakuan konvensional. Untuk Sukuk beragun asset, pembayaran kupon

tidak boleh ditangguhkan, meskipun perusahaan menghadapi masalah keuangan atau default. (Siswantoro, 2013)

Investor harus mendapatkan semua informasi dari sumber seperti prospektus, laporan penelitian, peringkat agensi, dan presentasi perusahaan untuk mendapatkan pemahaman penuh. Dalam hal Sukuk gagal bayar, pemegang Sukuk dapat mengumpulkan informasi tentang hak dari prospektus. Sementara, laporan penelitian mungkin tidak berguna untuk ini, laporan lembaga pemeringkat asing memberikan tanda peringatan dini tentang kemungkinan ini. Presentasi perusahaan dapat menawarkan informasi tentang kekuatan dan daya saing perusahaan. (Siswantoro, 2013)

PENUTUP

Resiko sukuk yang mungkin terjadi adalah resiko gagal bayar, resiko pasar dan resiko likuiditas. Resiko gagal bayar menjadi resiko yang sering terjadi jika dibandingkan dengan 2 resiko yang lain. Penyelesaiannya resiko gagal bayar salah satunya dengan restrukturisasi sukuk tersebut. Restrukturisasi sukuk harus memperhatikan prinsip-prinsip syariah. Adapun dalam restrukturisasi yaitu penjadwalan ulang, memberikan perpanjangan waktu, regulasi harus diperketat, seperti obligasi konvensional tetap menggunakan prinsip-prinsip syariah pada saat yang bersamaan dan seluruh transaksi Sukuk harus halal, menghindari transaksi yang berbau *riba* (membayar dan mengambil bunga), *gharar* (ambiguitas, penipuan, risiko berlebihan), dan *maysir* (permainan untung-untungan), larangan berinvestasi pada produk dan layanan yang tidak sesuai dengan syariah, perlu adanya persetujuan dari Dewan Penasihat Syariah.

Ada dua implikasi besar dari prinsip syariah penyelesaian sengketa ini. *Pertama*, para pihak diberikan keleluasaan untuk menentukan resolusi melalui negosiasi yang adil, selama tidak bertentangan dengan aturan Syariah lainnya, misalnya *riba*, *gharar*, dan *maysir*. *Kedua*, ada lebih sedikit perancah konkret untuk restrukturisasi utang karena para pihak dapat menyelesaikan sejumlah solusi.

REFERENSI

- Abdullah, A. (2012). *Asset-backed vs asset-based Sukuk*. Retrived from http://www.iefpedia.com/english/wp-content/uploads/2013/06/30_April_12_Asset_based_vs_asset_bac ked_sukuk.pdf.
- Ahmad, A. U. F., Muneeza, A., Farooq, M. O., & Hasan, R. (2018). Post-Default Sukuk Restructuring: an Appraisal of Shari'Ah Issues. *International Finance Review*, 19, 113–128. <https://doi.org/10.1108/S1569-37672018000019006>
- Ferdiana, N., Fasa, M. I., & Ja'far, A. K. (2021). Analisis Penerbitan Sukuk Negara Ritel Seri-015 tahun 2021. *Al-Kharaj: Jurnal Ekonomi, Keuangan & Bisnis Syariah*, 4(3), 584–596. <https://doi.org/10.47467/alkharaj.v4i3.700>
- Hasan, R., Ahmad, A. U. F., & Parveen, T. (2019). Sukuk risks – a structured review of theoretical research. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 10(1), 35–49. <https://doi.org/10.1108/JIABR-06-2015-0026>
- Lestari, L. B., Islam, U., Yogyakarta, I., & History, A. (2022). ANALISIS PENERAPAN AKAD IJARAH DAN PENYEBAB GAGAL BAYAR (DEFAULT) SUKUK IJARAH (STUDI KASUS PADA PT. X). *INASJIF Indonesian Scientific Journal of Islamic Finance*, 1(1),

- 64–77.
- Rafay, A., Sadiq, R., & Ajmal, M. (2017). *Uniform Framework for Sukuk Al-Ijarah – A Proposed Model for All Madhahib*. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 8(4), 420-454. <https://doi.org/10.1108/JIABR-09-2015-0042>.
- Rusgianto, S., Aryatie, I. R., Sridadi, A. R., & Ahmad, N. (2021). Dispute Resolution in the Restructuring of Defaulted Sukuk: An Empirical Investigation in Malaysia. *Review of International Geographical Education Online*, 11(4), 375–389. <https://doi.org/10.33403/rigeo.800654>
- Siswanto, D. (2013). "Analysis of the First Ijarah Sukuk Default In Indonesia: How Could It Be?". *International Journal Of Islamic Banking & Finance*.
- Snaije, B. (2017). *Can finance and credit enable economic growth and democracy? International Development Policy*, 7. Retrieved from <https://journals.openedition.org/poldev/2272>.
- Use, E. B. A. R. (2019). *Amended Draft Mapping of Capital Intelligence Ratings ' credit assessments under the Standardised Approach*. 136(575), 3–18.
- Warde, I. (2011). *Islamic finance-bankruptcy, financial distress and debt restructuring: A short report*. Retrieved from http://ifpprogram.com/login/view_pdf/?file=Bankruptcy_Panel.pdf&type=lectures.
- Zed, M. (2014). *Metode Penelitian Kepustakaan, cet: 3- Jakarta: Yayasan Pustaka Obor Indonesia*.