

## **KEPATUHAN SYARIAH PADA RESTRUKTURISASI SUKUK: ANALISIS DAN IMPLIKASI**

**Izzatul Ilmiyah**

Sekolah Tinggi Agama Islam Senori Tuban

Email: izzatulilmiyah@staisenorituban.ac.id

**Irma Rosyidah**

STAI Senori Tuban

Email: osiyirma1105@gmail.com

**Muhammad Abdul Mujib**

STAI Senori Tuban

Email: abdulmujib@staisenorituban.ac.id

### **Abstract**

*One of the sharia financial instruments is sukuk which has the role of ownership of an asset, for this reason, sharia compliance plays an important role in discussing sharia compliance in the context of sukuk restructuring. This role is important because if there is a change in the conditions of the sukuk, the rights and obligations of holding the sukuk itself will be affected. This research uses a type of library research through theoretical, conceptual, and exploratory studies, and discussion of plans. The research results show that Sharia compliance ensures that sukuk restructuring must lead to sharia principles. Compliance is the foundation that ensures sukuk restructuring continues to run in accordance with guidelines maintains trust for investors and ensures the sustainability of the sharia financial industry. The implications of Sharia compliance on sukuk restructuring are Sharia compliance on sukuk investment, securities crowdfunding, the role of technology on crowdfunding platforms, education, and research.*

**Keywords:** *Sharia compliance, Restructuring, Sukuk*

### **Pendahuluan**

Sukuk adalah instrument keuangan yang dibuktikan dengan sertifikat atas dasar kepemilikan yang tak dibagikan atas aset, hak manfaat maupun jasa (AAOFI, 2008). Manfaat diterbitkannya sukuk salah satunya adalah untuk menambah modal baik perusahaan swasta maupun negara, tentu hal ini menyesuaikan dengan kondisi perekonomian dan arus kas perubahan. Perekonomian yang tidak menentu pastinya akan bisa mengakibatkan sukuk default. Gagal bayar ini sebenarnya (riil) berasal dari ketidakmampuan penerbit untuk melakukan pembayaran tepat waktu atas setiap kewajiban kepada investor sukuk, sedangkan default teknis muncul dari kegagalan penerbit untuk memenuhi rasio keuangan tertentu selama tenor sukuk (Ahmad et al., 2018). Hal ini biasanya tercantum dalam lembar ketentuan atau prospektus sukuk yang dapat diakses oleh investor sukuk. Sedangkan yang tidak tercantum dalam lembar ketentuan atau prospektus sukuk adalah cara restrukturisasi sukuk ketika gagal bayar (wanprestasi) sedang terjadi.

Pembahasan tentang bagaimana cara merestrukturisasi sukuk gagal bayar hanya akan relevan ketika terjadi gagal bayar. Lebih menarik lagi bahwa investor sukuk syariah akan mensyaratkan restrukturisasi sukuk yang gagal bayar agar sesuai dengan prinsip syariah. Sederhananya, model restrukturisasi harus sama-sama didukung oleh dewan syariah yang relevan agar bisa memastikan bahwa investor sukuk syariah tidak menjadi korban dalam proses restrukturisasi sukuk. Apa itu restrukturisasi sukuk? Restrukturisasi perusahaan berarti tindakan reorganisasi hukum, kepemilikan, operasional atau struktur lain dari suatu perusahaan untuk tujuan agar lebih menguntungkan atau lebih terorganisasi untuk kebutuhan saat ini (Kwaning et al., 2014).

Restrukturisasi hutang adalah proses yang memungkinkan perusahaan swasta maupun negara yang menghadapi masalah arus kas dan kesulitan keuangan, untuk mengurangi dan menegosiasikan kembali hutang yang menunggak untuk memperbaiki atau memulihkan likuiditas dan merehab posisinya (Rudiana & Venusita, 2018). Mengapa perusahaan perlu merestrukturisasi hutang? Alasan restrukturisasi hutang jika dilihat dari persepektif komersial merupakan cara yang paling murah dan alternatif yang lebih disukai daripada mengalami kebangkrutan. Tentunya jika terjadi kebangkrutan akan lebih merugikan semua pihak, baik kreditor maupun debitur.

Penerapan pada pasar konvensional tentang restrukturisasi hutang salah satu contohnya sebagai berikut. Penerapan restrukturisasi dengan metode “hair cut” dimana kreditor atau pemegang obligasi akan menjadi kesepakatan untuk menerima cupon yang lebih rendah dibandingkan dengan tingkat cupon asli yang dikontrak. Cara atau alternatif lain restrukturisasi pada pasar konvensional adalah pemegang obligasi menyetujui untuk menjadwalkan ulang terhadap kewajiban penerbit untuk periode yang lebih lama dengan tingkat cupon yang sama atau tingkat cupon yang lebih rendah (European Central Bank., 2020). Lantas, akankah cara-cara restrukturisasi sukuk diatas sesuai dengan prinsip-prinsip syariah? Oleh karena itu jurnal ini akan mengkaji terkait restrukturisasi sukuk sesuai dengan prinsip Islam.

## **Metodologi**

Jenis penelitian yang dilakukan adalah penelitian kepustakaan, dan penelitian kepustakaan melalui kajian teoritis dan konseptual, eksplorasi dan pembahasan rencana penelitian serta penemuan berbagai variable penelitian, termasuk hubungannya dan hasil penelitian terdahulu. Penelitian kepustakaan adalah jenis penelitian yang melibatkan pengumpulan data dan informasi dengan menggunakan berbagai sumber daya yang ada di perpustakaan, seperti buku referensi, hasil penelitian sebelumnya yang serupa, artikel, catatan, dan berbagai jurnal yang berhubungan dengan topik penelitian. Metode sistematis digunakan untuk mengumpulkan, mengolah, dan menyimpulkan data untuk memecahkan masalah (Sari & Asmendri, 2020, 44).

Penulis akan melakukan studi mendalam terhadap objek yang diteliti untuk mendapatkan gambaran yang lengkap dan terorganisasikan mengenai objek penelitian yaitu kepatuhan syariah pada restrukturisasi sukuk. Data penelitian dikumpulkan dengan menggunakan metode dokumentasi. Dengan jenis data yang digunakan berupa data sekunder, yaitu data yang telah diolah lebih lanjut dan disajikan oleh pihak pengumpul data primer atau pihak lain melalui *literatur review* dari berbagai sumber (Mestika, 2008).

## **Hasil dan Pembahasan**

### **Kepatuhan Syariah**

Kata “syariah” berasal dari Bahasa Arab dari akar kata “syara’a” yang artinya jalan, cara dan aturan”. Sedangkan menurut para fuqaha syariah diartikan sebagai segala hukum dan aturan yang diberikan Allah SWT kepada hamba-Nya untuk dilaksanakan, yang mana mengatur dalam segi hubungan antara manusia dengan Allah, manusia dengan alam, dan manusia dengan dirinya sendiri. Pendapat dari Manna’ al-Qathan syariat diartikan sebagai segala ketentuan Allah SWT yang disyariatkan untuk hamba-Nya dalam hal akhlak, ibadah, aqidah, dan muamalah. Syariah menjadi sebuah aturan yang didasarkan pada Al-Quran dan Sunnah dalam mencangkup kehidupan di dunia (Djamil, 2015, 31–32).

Dalam sebuah syariaah ada aturan-aturan tertentu yang harus ditaati dalam menjalankan segala bentuk perintah, contoh halnya dalam segi muamalah berkaitan dengan ekonomi ini harus memiliki kepatuhan syariaah tersendiri. Kepatuhan syariaah adalah kepatuhan lembaga keuangan baik bank ataupun nonbank terhadap ketentuan atau prinsip hukum Islam yang telah ditetapkan dan diatur oleh lembaga otoritas. Kepatuhan syariaah sebagai pemenuhan terhadap semua prinsip syariaah yang harus dimiliki oleh lembaga yang memiliki ciri integritas dan kredibilitas hukum islam yang baik (Musyafa' et al., 2018, 321).

Kepatuhan syariaah merupakan ketaatan oleh bank atau lembaga keuangan syariaah untuk melaksanakan semua kegiatan sesuai dengan prinsip-prinsip syariaah dalam penerapannya (Lestari et al., 2023). Kepatuhan syariaah sangatlah penting guna untuk memastikan bahwa system operasi yang dipakai suatu lembaga keuangan telah teruji memenuhi ketentuan syariaah yang berlaku dari pelaksanaan kepatuhan syariaah menjadikan standar kualitas suatu lembaga keuangan syariaah.

Jadi dapat disimpulkan dari penjelasan di atas bahwa kepatuhan syariaah merupakan sebagai bentuk patuh dan tunduk pada hukum Islam dengan prinsip syariaah dalam melakukan segala bentuk kegiatannya seperti, beribadah, bisnis, atau berdagang. Sementara kepatuhan syariaah dalam segi lembaga keuangan syariaah berarti patuh dan tunduk pada hukum islam dengan prinsip syariaah dalam sebuah kegiatan usahanya.

### **Restrukturisasi Sukuk**

Sukuk bentuk jama' dari Bahasa Arab yaitu "sak" atau sertifikat. Sukuk menurut AAOIFI yaitu sertifikat bernilai sama merupakan bukti kepemilikan yang tidak dibagikan atas suatu aset, hak manfaat, dan jasa-jasa atau kepemilikan atas suatu proyek serta aktivitas investasi tertentu (Hunt, 2013). Dalam Islam sukuk bukanlah istilah baru, sukuk telah dikenal pada abad pertengahan yang digunakan oleh umat Islam sebagai konteks perdagangan internasional. Pada masa itu sukuk digunakan para pedagang sebagai dokumen yang menunjukkan kewajiban finansial yang timbul dari usaha perdagangan serta aktivitas komersial (Djayusman, 2014).

Sukuk adalah sekuritas investasi yang sesuai kewajiban keuangan yang mewakili jaminan aset modern yang berbasis asset (Ahmad et al., 2018). Prinsip sukuk hampir sama dengan obligasi konvensional, karena prosedur penerapan untuk menerbitkan sukuk kurang lebih sama dengan yang digunakan dalam sistem keuangan konvensional. Perbedaan pokok antara sukuk dan obligasi konvensional yakni penggunaan konsep imbalan dan bagi hasil, adanya suatu transaksi pendukung yaitu (*underlying transaction*) sejumlah aset tertentu sebagai dasar dari penerbitan sukuk (Willey, 2011). Jadi sukuk bukanlah hutang berbunga tetap, tetapi merupakan sebuah penyertaan dana yang didasarkan pada prinsip bagi hasil jika menggunakan akad mudharabah atau musyarakah.

Konsep hutang dalam obligasi konvensional mensyaratkan pembayaran bunga dari penerbit obligasi (emiten) kepada pemegang obligasi (investor), hal tersebut dilarang dalam Islam. Hutang dalam Islam disebut sebagai pinjaman yang sifatnya sebagai kebaikan (tabarruk) atau bantuan. Sehingga istilah yang dipakai yakni sukuk dari pada obligasi syariaah (Djayusman, 2014).

Pada dasarnya sukuk dirancang guna memfasilitasi pengelolaan likuiditas disektor perbankan syariaah, yang diperlukan untuk menjaga kelebihan cadangan guna memitigasi risiko likuiditas. Sukuk menjadi peluang alternatif bagi muslim yang ingin memanfaatkan dananya sesuai dengan prinsip syariaah. Sehingga terhindar dari investasi yang berbasis riba (bunga). Adapun dasar hukum sukuk dari Himpunan Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor: 32/DSN-MUI/XI/2002 sebagai berikut (Mugiyati, 2013):

1. Firman Allah dalam Al-Qur'an
  - a. Al-Qur'an Surah Al-Maidah: 1

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ

Artinya: "Hai orang-orang yang beriman, penuhilah akad-akad itu....." (Mushaf Aisyah, 2010).

b. Al-Qur'an Surah Al-Isra': 34

نَّ الْعَهْدَ كَانَ مَسْئُولًا ۖ أَوْفُوا بِالْعَهْدِ ۗ

Artinya:“.....dan penuhilah janji: sesungguhnya janji itu pasti diminta pertanggung jawabnya” (Mushaf Aisyah, 2010).

## 2. Hadits

Hadits yang menjadi dasar sukuk yakni hadits yang diriwayatkan oleh Amar bin Auf sebagai berikut:

عن عمرو بن عوف المزاني قال رسول هذلا ص م: ال صلح جائز ب بين المسلم بين ال صلح حرم حال ال أو أحل حراما والمسلمون على شرم حال ال أو أحل حراما. رواه امام ال ترمذی

Artinya:“Perjanjian boleh dilakukan diantara kaum muslimin kecuali perjanjian yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram; dan kaum muslimin terikat dengan syarat-syarat mereka kecuali syarat yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram”.

## 3. Kaidah Fiqih

Kaidah fiqih yang digunakan sebagai berikut:

الا صل في المعاملات الا باحة الا أن يدل دل يل على ت حريمها

Artinya:“Pada dasarnya semua bentuk muamalah boleh dilakukan kecuali terdapat dalil yang mengharamkan”.

Dari dasar hukum tersebut, dapat disimpulkan bahwa segala bentuk muamalah diperbolehkan kecuali terdapat dalil yang mengharamkannya. Apabila rukun dan syarat telah terpenuhi, maka perjanjian atau akad boleh dilakukan kecuali syarat yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram.

Pemegang sukuk dihadapkan pada risiko kerugian yang disebabkan oleh pendapatan yang tidak sesuai dengan ekspektasi, sehingga terjadi gagal bayar. Sukuk rentan terhadap kegagalan karena beberapa faktor yang terdapat pada struktur. Kegagalan terjadi akibat penerbit sukuk tidak dapat memenuhi persyaratan keuangan dalam jangka waktu yang ditentukan. Kegagalan yang terjadi pada perusahaan atau badan usaha yang telah menerbitkan sukuk untuk menghasilkan atau meningkatkan modal dan arus kas dengan melakukan pembayaran tepat waktu sesuai dengan kesepakatan, akan tetapi dalam kegagalan tersebut biasanya penerbit sukuk mengambil tindakan untuk mengantisipasi kegagalan pembayaran dengan tindakan restrukturisasi.

Restrukturisasi merupakan tindakan restrukturisasi (penataan kembali) jangka waktu pinjaman untuk melakukan perpanjangan jangka waktu pembayaran yang berguna untuk menghindari gagal bayar (Ahmad et al., 2018). Tujuan restrukturisasi tidak hanya untuk menyediakan emiten sukuk dengan waktu tambahan untuk memulihkan dan memebuhi kewajiban, akan tetapi harus dapat dipastikan pada prinsip adil (White, 2012). Sedangkan restrukturisasi hutang adalah proses yang memungkinkan perusahaan swasta maupun negara yang menghadapi masalah arus kas dan kesulitan keuangan, untuk mengurangi dan menegoisasikan kembali hutang yang menunggak untuk memperbaiki atau memulihkan likuiditas dan merehab posisinya (Hassan & Rashid, 2019).

Mengapa perusahaan perlu merestrukturisasi hutang? Alasan restrukturisasi hutang jika dilihat dari perspektif komersial merupakan cara yang paling murah dan alternatif yang lebih disukai daripada mengalami kebangkrutan. Tentunya jika terjadi kebangkrutan akan lebih merugikan semua pihak, baik kreditur maupun debitur. Oleh sebab itu, restrukturisasi hutang ditandai dengan keterlambatan tanggal jatuh tempo pembayaran pinjaman disyaratkan atau mengurangi jumlah yang akan dibayarkan. Restrukturisasi dapat dilakukan dengan berbagai cara seperti perpanjangan jangka waktu pembayaran, pengembalian sebagai pembayaran dari pemrakarsa atau dengan menghapus seluruh pinjaman (Rudiana

& Venusita, 2018).

Menurut Khnifer (Khnifer, 2010), ada tiga model restrukturisasi yang mana masih diperdebatkan dengan kesesuaian syariah yaitu *rescheduling*, *hair-cut*, dan *debt for-equity swaps*. Dalam model penjadwalan ulang, emiten dan pemegang sukuk melakukan perjanjian dalam menjadwalkan ulang kewajiban kewajiban guna memperpanjang jatuh tempo. Model lainnya dikenal sebagai “*hair cut*” dimana kreditur dapat setuju untuk membuat diskon investasi untuk mendapatkan penyelesaian awal. Sedangkan model *debt for-equity swap*, kreditur dapat menyetujui untuk konversi sebagian atau semua utang di pertukarkan untuk ekuitas perusahaan. Adapaun proses restrukturisasi sukuk menurut GIFR (Global Islamic Finance Report) sebagai berikut:

#### 1. Sukuk Mudharabah dan Musyarakah

Restrukturisasi sukuk yang menggunakan struktur mudharabah dan musyarakah tidak terlihat sederhana. Restrukturisasi tersebut dapat dilakukan dengan cara: *pertama*, mengubah dan menyajikan kembali dokumen yang telah ada sesuai dengan ketentuan dan syarat yang disepakati oleh pemegang saham dan pengelola. *Kedua*, menukar sertifikat lama dengan sertifikat baru dengan cara investasi dasar yang sama atau aset yang berbeda, investasi atau kombinasi antara kedua belah pihak.

Dokumen transaksi yang diperlukan harus sesuai dan mendapatkan persetujuan dari pemegang sukuk, dengan dokumen transaksi yang telah diperoleh tersebut melalui sirkulasi pemberitahuan pada sistem kliring yang diakui atau melalui dealer dan agen. Restrukturisasi hanya melibatkan perubahan dan penyajian kembali dokumen transaksi yang telah ada, termasuk dokumen pasar modal. Penataan ulang melalui perubahan dan penyajian kembali mungkin tidak memiliki tampilan terbaru, maka hal ini merupakan pertimbangan bagi lembaga karena akan membersihkan pembukuan yang ada dengan menghapus transaksi default dengan transaksi baru.

Sedangkan pilihan kedua dengan mengganti transaksi yang sudah ada dengan transaksi baru. Hal tersebut dilakukan dengan menggunakan investasi/aset dasar yang sama atau kombinasi keduanya. Langkah-langkahnya sebagai berikut: *pertama*, penawaran bursa harus diedarkan oleh pembeli baru yang menawarkan sukuk untuk menjual sukuk tersebut kepada penerbit baru. *Kedua*, penerbit baru harus menunjuk dealer yang berbeda untuk menjelaskan dan mengatur penawaran bursa dengan proses kliring yang telah diakui. *Ketiga*, perdagangan sukuk akan dihentikan. *Keempat*, semua persyaratan peraturan terkait lainnya harus dilengkapi sebelum penawaran bursa. Agar pertukaran lebih insentif, penerbit baru dapat menggabungkan penawaran pertukaran dengan penawaran tender. Sejauh mana kemampuannya untuk menebus sebagian sukuk atau sesuai kesepakatan pemegang sukuk.

Penawaran tender, penerimaan dan penyelesaian membutuhkan kepatuhan dan prinsip syariah yang ketat. Apabila penerbit sukuk memperoleh jumlah sertifikat sukuk yang relevan, maka akan berada pada posisi memberlakukan pertukaran wajib resolusi tersebut diperoleh sesuai dengan persyaratan dokumen transaksi. Setelah menjadi pemilik sertifikat yang ada barulah penerbit secara resmi mengalihkan kepemilikan penerbit baru atas dasar aset atau investasi.

#### 2. Sukuk Murabahah

Sukuk tersebut didasarkan pada transaksi penjualan murni dan kewajiban pembayaran (murabahah atau istisna). Berdasarkan restrukturisasi tersebut terdapat dua pilihan yaitu: *pertama*, perpanjangan kewajiban pembayaran tanpa adanya peningkatan kewajiban yang telah ada. *Kedua*, penyelesaian dalam bentuk natura yakni menukar sertifikat murabahah atau istisna yang telah ada dengan sertifikat baru berdasarkan struktur berbasis investasi atau struktur ijarah atau kombinasi. Penataan kembali sukuk membutuhkan: *pertama*, aset (berstruktur ijarah); *kedua*, portofolio aset (agensi atau struktur kepemilikan bersama); *ketiga*, bisnis yang sesuai dengan syariah serta kegiatan investasi yang menguntungkan dari pemrakarsanya (salah satu dari mudharabah atau wakalah).

Peraturan syariah dalam kaitannya dengan *kedua* dan *ketiga* yang telah dijelaskan tersebut, melibatkan restrukturisasi penjualan keseluruhan dan membutuhkan persetujuan dari semua pemangku untuk mendapatkan penawaran pertukaran melalui pemegang sukuk yang ada. Keberhasilan yang diperoleh tergantung pada kredit pasca restrukturisasi kelayakan dari pemegang sukuk. Dalam proses pertukaran syariah, mensyaratkan sertifikat baru yang ditawarkan untuk ditukar dengan yang ada harus mewakili kepentingan kepemilikan atas dasar aset yang mendasarinya atau investasi pada saat penukaran. Pengalihan kepemilikan tidak boleh ditahan setelah pertukaran terjadi, yang mana penawaran dan penerimaan melalui sistem kliring yang diakui.

### 3. Sukuk Salam

Selanjutnya yaitu sukuk salam, sukuk salam dalam hal ini dapat dikatakan rumit, karena selain memperpanjang tanggal penyerahan aset dan penggantian aset yang ada dengan aset yang lain yang memiliki nilai pasar yang sama. Opsi yang biasanya diterapkan yakni pengganti dan memperpanjang waktu pengiriman. Akan tetapi, terdapat jalan keluar bagi pemegang sukuk untuk merevisi persyaratan komersial, apabila terjadi pengganti atau perpanjangan waktu pengiriman. Akan tetapi, terdapat jalan keluar bagi pemegang sukuk untuk merevisi persyaratan komersial, apabila terjadi pengganti atau perpanjangan waktu pengiriman. Hal tersebut dilakukan dengan mengubah mekanisme perhitungan insentif pada perjanjian keagenan, dimana agen berhak menerima kelebihan jumlah sebagai insentif apabila mampu menjual aset atas nama perusahaan pemegang sukuk, guna harga jual diatas ambang batas yang telah disepakati termasuk keuntungan.

Apabila tidak demikian, maka terdapat janji untuk membeli dengan biaya ditambah keuntungan dari pembeli atau janji juga dapat diubah untuk mengakomodasikan ketegangan yang berlebihan pada saat penyerahan, dan juga persyaratan untuk penghitungan. Sehingga keuntungan penjualan yang akan diselesaikan sesuai dengan janji untuk membeli.

### 4. Sukuk Ijarah

Restrukturisasi sukuk ijarah dapat dikatakan sederhana dengan komplikasi syariah yang lebih sedikit. Hal tersebut dilakukan dengan dua cara yaitu: *pertama*, mengubah dan menyajikan kembali dokumen transaksi yang ada, hanya memerlukan persetujuan pemegang sukuk yang sesuai dengan persyaratan dokumen transaksi yang relevan. *Kedua*, menukar sertifikat yang telah ada dengan sertifikat yang baru baik menggunakan aset yang sama maupun aset baru.

Aspek pertama mungkin tidak memerlukan banyak intelektual dari perspektif hukum danyariah, kecuali perjanjian komersial mengenai tenor, harga dan keamanan. Perubahan dan penyajian tersebut akan dicapai berdasarkan persetujuan dari semua pemegang sukuk, yang sangat bergantung pada prosedur standar yang ditetapkan dalam dokumen, dan dapat dilakukan jika terdapat persetujuan dan persetujuan yang diperlukan.

Sedangkan opsi yang kedua yakni menukar sertifikat yang telah ada dengan sertifikat baru menggunakan aset yang ada satu aset baru atau kombinasi antara keduanya. Penerbit penawaran pertukaran yaitu penerbit baru, akan diedarkan melalui sistem kliring yang diakui, atau dealer yang sudah diitujuk untuk tujuan ini. Penawaran pertukaran akan membuat penawaran kepada pemegang sukuk yang ada untuk menukar sertifikat mereka dengan janji penerbit baru untuk menerbitkannya dengan sertifikat baru, setelah memperoleh hak, dan kepemilikan aset atas dasar yang mendukung sertifikat baru.

Setelah penerbit baru memperoleh banyak sertifikat, dalam posisi memaksa pemegang sukuk lama agar menjual sertifikat mereka kepada penerbit baru dan memberlakukan pertukaran wajib. Apabila *tender offer* diedarkan, maka pemegang sukuk akan mendapatkan pelunasan sebagian juga. Setelah sertifikat yang ada diakuisisi, penerbit baru akan menggunakan haknya dibawah perjanjian pembelian untuk membeli aset yang mendasarinya, hal tersebut merupakan pokok sewa berdasarkan sertifikat yang ada.

### **Implementasi Restrukturisasi Sukuk (Sukuk Nakheel)**

Sukuk Nakheel merupakan sukuk yang terdaftar di Dubai International Financial Exchange. Sukuk ini diterbitkan pada 14 Desember 2006 dengan periode 3 tahun jatuh tempo pada 15 Desember 2009 untuk mengumpulkan \$ 3,5 Miliar. Sukuk ini diterbitkan dengan tujuan membiayai proyek pengembangan properti, yang mana merupakan salah satu perusahaan sektor publik negara Dubai (Dubai World). Sukuk ini diberi peringkat A+ oleh lembaga pemeringkat setempat, mengingat sukuk ini pada awal mulanya secara implisit mendapat jaminan oleh pemerintah. Struktur dari sukuk nakheel adalah Sukuk ijarah, pemegang sukuk melalui SPV membeli hak sewa tanpa adanya pemindahan hak kepemilikan. Sukuk ijarah, pemegang sukuk hanya memiliki hak atas aliran pendapatan yang dihasilkan oleh aset (Van Wijnenbergen & Zaheer, 2013).

Seiring berjalannya waktu berbagai faktor yang menyebabkan Dubai World ini mengalami keterpurukan. Seperti halnya besarnya pinjaman jangka panjang, harga minyak jatuh, meledaknya harga real estate karena jumlah perumahan yang berlebih dan itu semua pasca krisis keuangan global 2007-2009. Pada intinya penataan sukuk yang buruk dan kesalahan dalam pengelolaan aset semakin memperburuk kejatuhan krisis keuangan global, sehingga mengharuskan perusahaan dalam mengelola sukuk sebaik mungkin. Kondisi sedemikian rupa, maka mengharuskan Nakheel untuk melakukan restrukturisasi. Restrukturisasi dilakukan dengan uang tunai 40% dan 60% menggunakan instrumen pasar modal.

### **Kepatuhan Syariah Pada Restrukturisasi Sukuk (Sukuk Nakheel)**

Perlu diketahui bahwa sukuk Nakheel ini disusun menggunakan hukum Inggris, ketentuan dalam hukum tersebut diantaranya adalah mengakui konsep kepercayaan (trust). Akan tetapi pengadilan Dubai tidak mengakui konsep kepercayaan (trust) pada sebuah kontrak. Artinya, pengadilan Dubai mengakui ketika kontrak antara kedua belah pihak terjadi sekaligus ada aset yang mendasarinya (konteks sukuk). Jika hanya menggunakan konsep kepercayaan saja, di mata pengadilan Dubai tidak bisa dipertanggung jawabkan ketika terjadi gagal bayar, sehingga membatasi klaim investor dan penuntutan hukum. Oleh karenanya, dalam kasus wanprestasi tidak ada jalan bagi seorang kreditur ke aset asli, perpindahan hak saja tidak bisa dijadikan bukti kebangkrutan. Ditambah lagi, tidak adanya ketentuan/ undang-undang di Dubai mengenai kebangkrutan yang pasti setelah terjadinya gagal bayar sukuk. Selain itu, negara Dubai juga tidak mengakui hal SPV, sedangkan hukum Inggris mengakui hak SPV. Jika dilihat dari perspektif syariah tentu masalah diatas terdapat unsur gharar (ketidakjelasan). Kondisi ini akan menimbulkan unsur ambigu bagi seorang investor sukuk.

Kemudian kesalahpahaman persepsi investor ternyata juga memperburuk suasana pada waktu itu, yang mana secara implisit adanya jaminan dari pemerintah (Dubai World) sebagai pencetusnya kepada Sukuk Nakheel. Secara tidak langsung maka persepsi para investor ketika terjadi wanprestasi kepada Sukuk Nakheel ini akan dijamin oleh Dubai World. Akan tetapi setelah diklarifikasi ke Dubai World, mereka mengelak adanya persepsi tersebut, bahwa ketika terjadi gagal bayar maka akan diarahkan ke anak perusahaannya. Melihat fenomena ini maka dirasa terlalu berlebih ketika pemeringkat setempat memberikan nilai A+ kepada sukuk Nakheel. Tentunya kejadian tersebut akan merusak kepercayaan investor sehingga dapat merusak kepastian hukum dan kewajiban sukuk. Seharusnya lembaga pemeringkat bersifat independen, tidak boleh adanya pengaruh oleh pihak manapun.

Penyelesaian klaim kreditur oleh pihak Nakheel dengan cara membayar sebagian dalam bentuk tunai dan sebagiannya lagi melalui penempatan jaminan saldo dari jumlah yang terhutang. Penempatan sekuritas berhasil maka kreditur perlu diyakinkan bahwa instrumen pasar modal yang terbaru ini lebih menarik daripada klaim utang mereka kepada Nakheel. Solusi yang dilakukan yaitu dengan penerbitan instrumen yang sesuai syariah, karena instrumen syariah akan lebih menarik pada para sekunder. Nakheel berusaha menjadikan sukuk kreditur perdagangan sebagai instrumen yang didukung oleh aset "aset based", yang mana para pemegang sukuk mengira sertifikat yang mereka pegang atas dasar kepemilikan (*underlying assets*) (Ahmad et al., 2018). Praktiknya pemegang sukuk hanya memiliki hak atas arus kas yang dihasilkan oleh aset yang mendasarinya dan tidak terdapat aset itu sendiri karena atas

nama kepemilikan tidak dipindah ke pembeli.

Disamping itu, Nakheel menerbitkan sukuk “*assets backed*” sebagai upaya mematuhi ketentuan syariah, yang mana kepatuhan syariah belum terealisasi pada penerbitan sukuk yang sebelumnya “*assets based*”. Pada sukuk “*assets based*” hanya mempunyai semacam kontrak yang mendukung tanahnya kepada siapapun selain ke Nakheel. Bentuk ini tentu sama halnya dengan obligasi dengan sistem konvensional dan biasanya tanpa jaminan.

Kondisi Nakheel sebagaimana diungkapkan diatas, maka memerlukan restrukturisasi yang fleksibel. Artinya menyesuaikan dengan posisi keuangan perusahaan. Nakheel tidak membayar keseluruhan kewajibannya, hanya sebagian saja yang dibayar tunai dan sisanya dibayar dengan instrumen pasar modal (sukuk *assets backed*). Berikut serangkaian proses restrukturisasi Nakheel: langkah awal yang dilakukan oleh Nakheel menebus sertifikat sukuk “*aset based*” pada wali amanat, hal ini sekaligus dijadikan pembubaran seri sukuk dan klaim hutang akibat gagal bayar. Selanjutnya, Nakheel menerbitkan sukuk baru “*assets backed*” yang diawali dengan menjual tanah ke wali amanat, kemudian wali amanat menyewakan tanah tersebut kepada obligor. Sukuk yang baru ini “*assets backed*” sudah disertai dengan kepemindahan kepemilikan tanah, sehingga jika terjadi gagal bayar tanah itu bisa dijual oleh investor.

Restrukturisasi yang dilakukan oleh Nakheel menurut kami sudah sesuai dengan syariah. Proses restrukturisasi dilakukan atas dasar kesepakatan antar kedua belah pihak baik kreditur maupun debitur dan tidak melanggar ketentuan syariah. Justru melalui proses restrukturisasi Nakheel melakukan pembenahan dalam kepatuhan syariah yaitu dengan menertibkan sukuk beragun aset (*assets backed*). Tentunya upaya ini akan membuat investor lebih nyaman dan terlindungi.

Dari studi kasus diatas maka dapat dipetik bahwa bagaimanapun juga kepatuhan syariah tetap harus dijalankan. Kepatuhan syariah mulai dari penerbitan sukuk, ketentuan struktur sukuk, dan restrukturisasi sukuk. Dengan mematuhi kepatuhan syariah maka akan terealisasinya prinsip-prinsip ajaran islam. Prinsip-prinsip tersebut diantaranya: larangan riba, larangan adanya ketidak pastian (gharar), larangan spekulasi (maysir).

Kemudian pentingnya penerapan prinsip keadilan pada kedua belah pihak baik kreditur maupun debitur. Artinya, proses restrukturisasi bukan berarti debitur meninggalkan kewajibannya, kewajiban itu tetap akan melekat pada debitur selama proses pengembalian belum terealisasi. Akan tetapi jika ada debitur yang mengalami krisis keuangan maka kreditur hendaknya memberikan kelonggaran untuk menghindari pailit (Ahmad et al., 2018). Sebagaimana diterangkan dalam al-Qur’an (2:280) bahwa jika seorang yang memiliki hutang kemudian tidak bisa membayarnya karena dalam keadaan susah, maka berikanlah kelonggaran sampai keadaan pemilik hutang itu baik.

Terakhir, kepatuhan syariah juga tidak bisa dipisahkan dari Dewan Pengawas Syariah dalam penerapannya. Artinya, peran Dewan Pengawas Syariah sangat penting untuk mengawasi jalannya kepatuhan syariah. Mengingat peran Dewan Pengawas Syariah yang besar ini, tentu diperlukan dewan yang profesional. Oleh karena itu, perlu adanya peningkatan profesionalitas Dewan Pengawas Syariah yang demi terwujudnya instrumen keuangan syariah dan berkembangnya pasar modal Islam (Arsyianti, 2010).

### **Analisis dan Implikasi Kepatuhan Syariah pada Restrukturisasi Sukuk**

Kontek restrukturisasi sukuk dalam kepatuhan syariah memainkan peranan yang sangat penting. Restrukturisasi sukuk memiliki implikasi signifikan terhadap kepercayaan investor dan stabilitas pasar. Dengan memastikan kepatuhan syariah sukuk dapat menjadi instrumen investasi yang menarik dalam keberlanjutan (Fatah, 2011, 41). Berikut ini beberapa aspek yang dapat dipertimbangkan pada analisis dan implikasi pada restrukturisasi sukuk, antara lain yaitu:

#### **1. Kepatuhan Syariah Pada Investasi Sukuk.**

- a. Sukuk sebagai instrumen keuangan yang selaras dengan prinsip syariah dalam restrukturisasi sukuk pentingnya untuk selalu memastikan bahwa instrumen ini mematuhi ketentuan syariah, dengan menghindari usur riba’, maysir, dan gharar.

- b. DSN-MUI (Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia) memiliki peran dalam menciptakan investasi sukuk yang memenuhi persyaratan syariah.
2. Securities Crowdfunding dan Sukuk
  - a. Securities crowdfunding merupakan sebuah sistem baru yang memungkinkan dalam mengundang partisipasi masyarakat masuk ke pasar modal. Sebab sukuk menjadi salah satu produk yang sangat memberi pengaruh pada dunia perdagangan.
  - b. Peraturan Securities crowdfunding meski tidak secara rinci membahas sukuk, pentingnya bagi DSN-MUI untuk terlibat dalam menciptakan sukuk yang patuh pada prinsip syariah.
3. Peran Teknologi dan Platform Crowdfunding
  - a. Teknologi dan platform crowdfunding memainkan peranan penting dalam dalam memfasilitasi investasi sukuk. Seperti munculnya platform ayodukung.com dan kitabisa.com membantu dalam menghubungkan pemodal dengan proyek-proyek yang memerlukan dukungan dana.
  - b. Era revolusi industri 4.0 dan society 5.0 memainkan peranan teknologi dan informasi menjadi alat sentral dalam memajukan dunia ekonomi dan memberikan manfaat besar bagi masyarakat
4. Edukasi dan Riset
  - a. Edukasi masyarakat tentang sukuk dan kepatuhan syariah perlu ditingkatkan.
  - b. Riset kritis dan pembaharuan regulasi juga mendukung dari kepatuhan syariah dalam sukuk (Komariyah & Triuwono, 2016).

Dari penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa langkah dalam kontribusi pada pengembangan sukuk harus sesuai dengan prinsip-prinsip syariah dan memastikan dalam keberlanjutan pasar modal yang beretika.

## Penutup

Sukuk merupakan bukti kepemilikan manfaat atas aset yang mendasarinya dalam kegiatan investasi. Kajian ini menemukan bahwa guna melindungi sukuk dan wanprestasi maka harus memenuhi prinsip-prinsip dasar syariah, terlepas dan jenis, struktur, dan yuridiksinya. Menurut Khnifer ada tiga model restrukturisasi yang mana masih diperdebatkan dengan kesesuaian syariah yaitu *rescheduling*, *hair-cut*, dan *debt for-equity swaps*. Sedangkan proses restrukturisasi sukuk menurut GIFR (Global Islamic Finance Report) bisa dengan menggunakan sukuk mudharabah dan musyarakah, sukuk murabahah, sukuk salam, sukuk ijarah. Begitu juga kepatuhan syariah pada saat proses restrukturisasi yang perlu dipertimbangkan, seperti halnya:

1. menghindari unsur riba, gharar (ambiguitas), perjudian (maysir) serta larangan syariah lainnya dalam semua tahapannya,
2. Pentingnya pengawasan dan persetujuan Dewan Pengawas Syariah,
3. Memberikan kelonggaran ketika debitur mengalami krisis keuangan untuk menghindari terjadinya pailit.

## Daftar Pustaka

- AAOFI. (2008). *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution*.
- Ahmad, A. U. F., Muneeza, A., Farooq, M. O., & Hasan, R. (2018). Chapter 5 Post-Default Sukuk Restructuring: An Appraisal of Shari'ah Issues. In M. K. Hassan & M. Rashid (Eds.), *International Finance Review* (Vol. 19, pp. 113–128). Emerald Publishing Limited. <https://doi.org/10.1108/S1569-376720180000019006>
- Arsyianti, L. D. (2010). *The Role Of Shariah Supervisory Board In Islamic Financial Industry*. 1(1).
- Djamil, F. (2015). *Hukum Ekonomi Islam, Sejarah, Teori dan Konsep*. Sinar Grafika.

- Djayusman, R. R. (2014a). *Tinjauan Fikih dan Keuangan*. 8(1).
- Djayusman, R. R. (2014b). *Tinjauan Fikih dan Keuangan*. 8(1).
- Fatah, D. A. (2011). Perkembangan Obligasi Syariah (Sukuk) Di Indonesia: Analisis Peluang Dan Tantangan. *Al- 'Adalah*, X(1). <http://dx.doi.org/10.24042/adalah.v13i3.234>
- Hassan, M. K., & Rashid, M. (2019). *Management Of Islamic Finance: Principle, Practice, And Performance* (Vol. 19). Emerald Publishing Limited.
- Hunt, A. K. (2013). *Contemporary Islamic Finance: Innovations, Applications and Best Partices*. John Wiley & Sons.
- Khniifer, M. (2010). *Stand dan Default*. Islamic Business & Finance 1.
- Komariyah, S. N., & Triyuwono, I. (2016). Persepsi Akademisi Terhadap Risiko Kepatuhan Syariah Sukuk Di Indonesia. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Fakultas Ekonomi Dan Bisnis*, 3(2).
- Kwaning, C. O., Churchill, R. Q., & Opoku, A. K. (2014). The Impact of Organisational Restructuring on the Financial Performance of Public Banks: A Post Restructuring Assessment of Agricultural Development Bank, Ghana. *Research Journal of Finance and Accounting*.
- Lestari, M. A., Azizah, S. N., & Inayati, N. I. (2023). *Analisis Kepatuhan Syariah Dalam Produk Simpanan Dan Pembiayaan Pada Bmt Khonsa*. 14(1).
- Mushaf Aisyah. (2010). *Al-Qur'an dan Terjemah Untuk Wanita*.
- Musyafa', Pebruary, S., & Anam, A. K. (2018). Analisis Syariah Compliance Koperasi Syariah Berdasar Maqasid Index Dan Peraturan Deputy Pengawasan Kementerian Koperasi Dan UMKM. *Jurnal Mahkamah : Kajian Ilmu Hukum Dan Hukum Islam*, 3(2), 299–322. <https://doi.org/10.25217/jm.v3i2.325>
- Rudiana, D. A., & Venusita, L. (2018). *Dampak Restrukturisasi Utang Pada Kinerja Keuangan Perusahaan*.
- Sari, M., & Asmendri, A. (2020). Penelitian Kepustakaan (Library Research) dalam Penelitian Pendidikan IPA. *Natural Science*, 6(1), 41–53. <https://doi.org/10.15548/nsc.v6i1.1555>
- Van Wijnbergen, S., & Zaheer, S. (2013). Sukuk Defaults: On Distress Resolution in Islamic Finance. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2293938>
- White, A. (2012). *Dispute Resolution and Specialized ADR for Islamic Finance*, in Nethercott, C.R. and Eisenberg, D. (Eds). (Oxford: Oxford University Press.
- Willey, J. (2011). *An Introduction to Islamic Finance Theory and Practice*. John Wiley & Sons.