



Praktik *Income Smoothing* dan Potensi *Displaced Commercial Risk* Pada Sukuk *Mudharabah*

Singgih Rasyitu Brahim

Magister Ekonomi dan Keuangan
Universitas Islam Indonesia
email: brahimsinggih@gmail.com

Rifqi Muhammad

Program Studi Akuntansi
Universitas Islam Indonesia
email: rifqimuhammad@uii.ac.id

Received: 11-4-2020; Revised: 12-9-2020; Accepted 3-10-2020

ABSTRACT

Keywords:
Mudharabah
Sukuk,
Displaced
Commercial
Risk (DCR),
Income
smoothing.

This paper aims to discuss the implementation of one of the mudharabah sukuk issued by corporations. Furthermore, the paper specifically discusses indications of Income Smoothing practices and the potential for Displaced Commercial Risk (DCR) in the implementation of sukuk with mudharabah contracts. The type of research uses qualitative methods in the form of library research with a descriptive approach. This paper reveals the fact that there is a practice of Income Smoothing in the distribution of profit sharing to investors in Sukuk Mudharabah PT SMI. On the other hand, mudharabah sukuk also has DCR potential that will be experienced by investors because the nature of the investment is not classified as sufficiently liquid compared to other investment models and has a relatively high risk. Therefore, a special scheme and regulations are needed for sukuk mudaraba in terms of overcoming the problem of income smoothing and preventing the occurrence of DCR.

ABSTRAK

Kata Kunci:
Sukuk
Mudharabah,
Displaced
Commercial
Risk (DCR),
Income
smoothing

Paper ini bertujuan membahas implementasi salah satu sukuk *mudharabah* yang dikeluarkan oleh korporasi. Selanjutnya, paper secara khusus membahas indikasi adanya praktik *Income Smoothing* dan potensi terjadinya *Displaced Commercial Risk* (DCR) dalam implementasi sukuk dengan akad *mudharabah*. Jenis penelitian menggunakan metode kualitatif dalam bentuk riset kepustakaan dengan pendekatan deskriptif. Paper ini mengungkapkan fakta bahwa terdapat praktik *Income Smoothing* dalam distribusi bagi hasil kepada investor pada Sukuk *Mudharabah* PT SMI. Disisi lain sukuk *mudharabah* juga memiliki potensi DCR yang akan dialami oleh investor karena sifat investasi yang tidak tergolong cukup liquid dibandingkan model investasi lainnya serta memiliki risiko yang tergolong tinggi. Oleh karena itu diperlukannya skema dan juga regulasi khusus untuk sukuk *mudharabah* dalam hal mengeliminasi adanya praktik *income smoothing* dan mencegah terjadinya DCR.



PENDAHULUAN

Perkembangan dunia keuangan dan pasar modal dewasa ini memunculkan beragam inovasi yang mana produk tersebut dapat menjadi sumber modal dalam menjalankan usaha. Bukan hanya dalam sudut pandang pengusaha yang menjadikan perkembangan industri keuangan sebagai angin segar dalam menjalankan usahanya, namun dalam sudut investor hal ini merupakan peluang untuk mendiversifikasi portolio investasinya pada instrumen yang mendatangkan profit yang lebih. Salah satu bukti perkembangan industri keuangan yakni dengan munculnya pasar modal yang mana dalam pasar modal terdapat pasar modal umum atau konvensional dan syariah. Salah satu instrumen pasar modal syariah adalah sukuk atau dalam konvensional disebut obligasi. Sukuk secara garis besar merupakan sebuah instrumen yang berbentuk selambar kertas yang menyatakan bahwa pemilik kertas tersebut ikut serta dalam menanamkan modalnya kepada lembaga atau perusahaan yang menerbitkan sukuk sebagai bentuk penyertaan dana (Fadhilah, 2011). Perkembangan sukuk di Indonesia dari tahun ke tahun terus mengalami kenaikan. Hal terlihat dari tabel 1 tentang nilai dan jumlah *outstanding* sukuk yang disajikan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) tahun 2019 dimana perkembangan sukuk korporasi pada nilai *outstanding*nya sebesar 29.829,500.000, jumlah sukuk *outstanding* sebanyak 143 sukuk, nilai akumulasi penerbitan sebesar 48.240.400.000, dan akumulasi jumlah penerbitan sukuk sebanyak 232 sukuk.

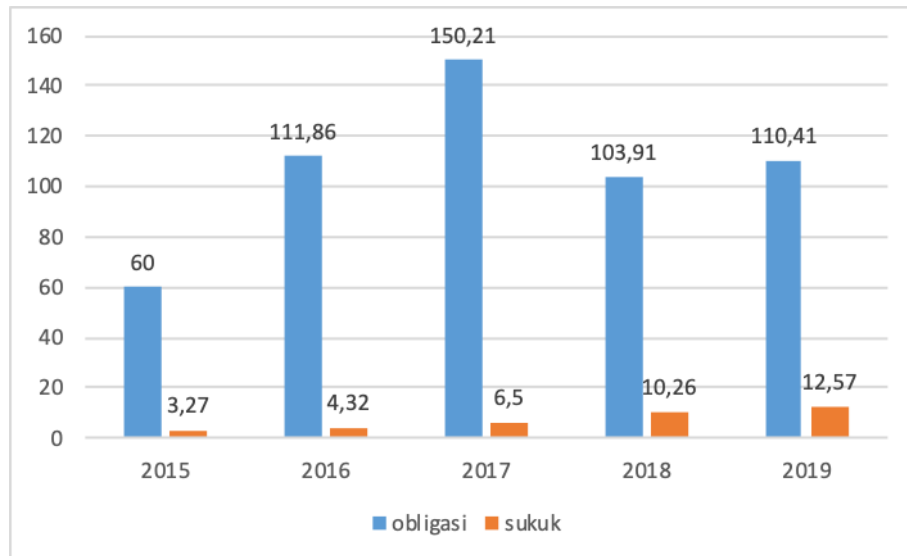
Tabel 1. Nilai dan Jumlah Outstanding Sukuk

Tahun	Nilai <i>outstanding</i> (Rp Miliar)	Jumlah sukuk <i>outstanding</i>	Nilai akumulasi penerbitan (Rp Miliar)	Akumulasi jumlah sukuk penerbitan
2014	9.000	50	40.000.	70
2015	10.000	57	19.000	85
2016	12.000	60	20.000	100
2017	16.000	85	28.000	135
2018	21.000	100	37.000	180
2019	29.000	143	48.000	232

Sumber: Data Statistik Sukuk (OJK, 2019)

Sementara itu jika kita melihat perkembangan yang dipublikasikan oleh OJK, perkembangan sukuk masihlah sangat jauh dibandingkan dengan kompetitornya yaitu obligasi. Hal ini dapat dilihat dari nilai emisi sukuk korporasi dari lima tahun terakhir sangatlah jauh dengan nilai emisi dari obligasi korporasi. Hal ini terlihat dari gambar 1 tentang nilai emisi obligasi dan sukuk korporasi di Indonesia sepanjang tahun 2015 – 2019.

Gambar 1.
Grafik Nilai Emisi Obligasi dan Sukuk Korporasi

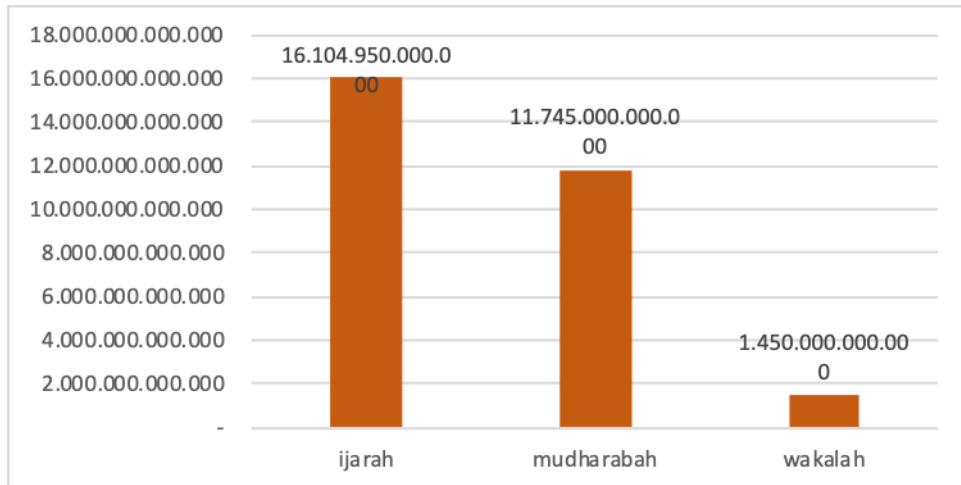


Sumber: Statistik Pasar Modal (OJK, 2019)

Gambar 1 memberikan gambaran bahwa dari tahun 2015 nilai emisi obligasi sebesar Rp. 60 Triliun sedangkan sukuk sebesar 3,27 Triliun. Pada tahun 2016 terjadi peningkatan yang tajam pada obligasi menjadi sebesar Rp. 111,86 Triliun sedangkan obligasi tidak terlalu signifikan kenaikannya dibandingkan tahun sebelumnya menjadi sebesar 4,32 Triliun. Pada tahun 2017 nilai emisi obligasi meningkat menjadi Rp 150,21 Triliun sedangkan sukuk meningkat menjadi Rp. 6,5 Triliun. Pada tahun 2018 pada obligasi mengalami penurunan menjadi Rp. 103,91 Triliun sedangkan sukuk mengalami peningkatan menjadi sebesar Rp. 10,2 Triliun. Pada tahun 2019 obligasi meningkat dari tahun sebelumnya menjadi sebesar Rp. 110,41 Triliun sedangkan sukuk korporasi tetap mengalami peningkatan dari tahun sebelumnya menjadi Rp. 12,57 Triliun. Dari data tersebut menunjukkan bahwa nilai emisi pada sukuk masih sangat jauh dibandingkan kompetitornya yaitu obligasi. Meskipun demikian dapat dilihat bahwa tren sukuk korporasi dari tahun ke tahun terus mengalami peningkatan dibandingkan obligasi yang sedikit berfluktuasi.

Sukuk sendiri memiliki berbagai jenis jika ditinjau dari segi akad baik itu *ijarah*, *mudharabah*, dan *wakalah*. Gambar 2 tentang nilai nominal sukuk per akad yang disajikan oleh OJK per Februari 2020 menunjukkan bahwa nilai nominal sukuk secara keseluruhan mencapai Rp. 29,6 triliun. Adapun secara garis besar sukuk *Mudharabah* dominasinya urutan ke dua setelah sukuk *ijarah* yang paling mendominasi jenis penerbitannya dan sukuk *wakalah* di urutan ke tiga. Nilai nominal sukuk *ijarah* per Februari 2020 sekitar Rp.16 Triliun, Sukuk *Mudharabah* sekitar Rp. 11 Triliun, dan sukuk *wakalah* sebesar Rp. 1,45 Triliun.

Gambar 2.
Nilai Nominal Sukuk per Akad



Sumber: Statistik Sukuk Korporasi (OJK, Februari2020)

Sukuk *Mudharabah* sendiri memiliki karakteristik yang berbeda dengan sukuk *ijarah* ataupun yang lainnya. Sisi keunikannya terletak pada nisbah dan bagi hasil pendapatan antara pemilik dana dan *mudharib* yang mana imbal hasil yang akan diterima bergantung kepada hasil usaha yang dilakukan oleh *mudharib*. Akad *Mudharabah* terlebih dahulu diaplikasikan oleh industri perbankan syariah baik itu dari sisi pendanaan maupun pembiayaan. Dalam dunia perbankan syariah produk berbasis *Mudharabah* memiliki resiko dimana ketika imbal hasil yang diberikan oleh bank syariah dibawah dari tingkat bunga dari bank konvensional maka ada indikasi nasabah akan mengalihkan dananya ke instrumen investasi lain yang lebih kompetitif atau resiko ini lebih dikenal dengan *Displaced Commercial Risk* (DCR). Oleh karena itu dirasa perlu untuk melihat apakah risiko ini juga berlaku pada sukuk *Mudharabah* yang notabene merupakan instrumen investasi bagi investor dan menjadi sumber modal bagi emiten. Melihat perkembangan sukuk yang mungkin masih dibawah jauh kompetitor utamanya membuat sukuk haruslah membuat berbagai inovasi sehingga dapat bersaing dengan obligasi. Paper ini akan fokus membahas beberapa hal berikut antara lain: *pertama*, implementasi dan implikasi akad *Mudharabah* dalam sukuk *Mudharabah*; *Kedua*, kemungkinan terjadinya *Displaced Commercial Risk* (DCR) dalam pelaksanaan sukuk *Mudharabah*; *Ketiga*, mengungkapkan adanya indikasi praktik *Income Smoothing* dalam sukuk *Mudharabah* Berkelanjutan I Sarana Multi Infrastruktur.

LANDASAN TEORI

Sukuk atau obligasi syariah merupakan efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas kepemilikan asset berwujud tertentu, nilai manfaat dan jasa atas asset proyek tertentu atau aktifitas investasi tertentu, serta kepemilikan atas proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu (Soemitra, 2009). Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah mendefinisikan obligasi syariah sebagai suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

Penelitian tentang sukuk telah membagi ke dalam dua instrumen yaitu sukuk berbasis pertukaran (*Exchange based sukuk*) dan sukuk berbasis kemitraan (*partnership sukuk*). *Exchange Based Sukuk* merupakan sukuk yang melibatkan transfer aset dari penerbit sukuk ke investor sukuk dan akad yang digunakan dalam sukuk ini antara lain sukuk *murabahah, ijarah, bay' bithamanajil, musawamah, Bay' salam, Isthisna', Tawarruq, Bay' al-Inah*. Sukuk berbasis kemitraan (*partnership sukuk*) adalah sukuk dimana investor menyuntikkan dana ke penerbit (emiten) dan mejadi mitra perusahaan dan akad yang digunakan adalah *Mudharabah* dan *Musyarakah* (Morni, 2019). Adapun pihak yang terlibat dalam penerbitan sukuk antara lain: emiten atau pihak yang menerbitkan sukuk dan bertanggung jawab kepada investor atas pembayaran pokok dan imbal hasil sukuk. *Special Purpose Vehicle* (SPV) yang merupakan badan khusus yang dibentuk dalam penerbitan sukuk yang berfungsi sebagai penerbit sukuk, *Counterpart* pemerintah dalam hal transaksi pengalihan aset, dan bertindak sebagai wali amanat yang mewakili kepentingan investor. Investor atau pihak yang memiliki sukuk dan berhak atas imbal hasil yang mana tergantung jenis sukuk, dapat berupa bagi hasil atupun margin. (Farisulhaq, et. al., 2019). Sukuk terbagi menjadi dua jenis jika dilihat dari institusi yang menerbitkan yaitu sukuk atau obligasi syariah korporasi yang diterbitkan oleh perusahaan dan sukuk atau obligasi syariah negara yang lebih dikenal dengan istilah surat berharga syariah negara (SBSN) (Soemitra, 2009).

Secara harfiah *Mudharabah* berasal dari kata *dharb* yang mempunyai arti memukul atau berjalan. Makna berjalan dan memukul pada pengertian ini lebih tepatnya adalah proses seseorang memukul kakinya dalam menjalankan usaha (Antonio, 2001). Dewan Syariah Nasional MUI mendefinisikan akad *Mudharabah* sebagai suatu bentuk perjanjian (akad) kerjasama suatu usaha antara pemilik modal (*shohibul maal*) dengan pengelola modal (*mudharib*). *Shohibul maal* merupakan pihak yang menyediakan dana usaha sedangkan *mudharib* adalah pihak yang menjalankan usaha atau pengelola modal. *Mudharabah* atau bagi hasil merupakan salah satu bentuk bisnis yang digunakan oleh masyarakat arab lama untuk kegiatan perdagangan. Istilah dalam *Mudharabah* ada kalanya disebut dengan *muqaradah* yang mana istilah ini umum pada ulama Hanafiah dan *qirad* yang populer pada kalangan Hambali, Maliki, dan Syafi'i (Sapuan, 2016).

Obligasi syariah *Mudharabah* atau sukuk *Mudharabah* adalah surat berharga yang dikeluarkan oleh emiten atau pihak yang mengeluarkan sukuk baik pemerintah, perusahaan swasta, atau institusi lainnya yang di dalamnya memuat akad pembiayaan berdasarkan prinsip syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang sukuk berupa bagi hasil dari pengelolaan dana serta mengembalikan kembali pokok dana saat jatuh tempo (Rahmawati dan Ghani, 2017). Dusuki (2010) menyebutkan Sukuk *Mudharabah* Merupakan sukuk yang berbasis ekuitas selain dari sukuk *Musyarakah* yang diterbitkan berbentuk kontrak partisipatif (*Uqud al Muawanah*). Dalam sukuk *Mudharabah*, pencetus atau emiten akan menjadi mitra pengelola usaha tanpa memberikan kontribusi modal apapun hanya keterampilan dan keahlian. Adapun landasan hukum atau regulasi sukuk dengan akad *Mudharabah* tertuang pada Fatwa Dewan Syariah Nasional MUI Nomor 33/DSN-MUI/XI/2002 tentang Obligasi syariah *Mudharabah*.

Sukuk *Mudharabah* memiliki syarat dan rukun yang harus dipenuhi. Fadhilah (2011) menyebutkan terdapat tiga rukun dari sukuk *Mudharabah* antara lain *al 'aqidayn* atau pelaku yang berakad dalam hal ini emiten dan investor, *ma'qud 'alayh* yaitu modal, usaha, dan keuntungan, dan yang ketiga adalah shighat atau ijab dan kabul. Syarat-syarat yang ada pada akad *Mudharabah* antara lain kedua belah pihak yakni emiten dan investor haruslah terdapat pihak yang mampu untuk mewakilkan dalam hal ini pemilik sukuk atau wali amanat serta adanya pihak yang mampu menjadi wakil atau emiten. Selanjutnya yang terakhir adalah diantara kedua belah pihak diperbolehkan salah satunya berstatus kafir *dzimmi*, karena tidak disyaratkan bagi kedua belah pihak beragama Islam meskipun menurut Maliki hal ini dihukumi *makruh*.

Sukuk ini memberikan pemiliknya hak untuk menerima modalnya pada saat sukuk jatuh tempo, dan bagian tahunan dari laba yang direalisasi sebagaimana disebutkan dalam publikasi penerbitan. Sukuk dapat memainkan peran penting dalam proses pembiayaan pembangunan, karena terkait dengan profitabilitas proyek. Pembiayaan melalui *Mudharabah* lebih efisien dalam hal alokasi sumber daya dibandingkan dengan pembiayaan berdasarkan tingkat bunga, yang tidak

mencerminkan profitabilitas proyek (Uddin, et al, 2016). Achyar (2018) menyebutkan sukuk *Mudharabah* mempunyai beberapa hal pokok diantaranya, kontrak haruslah tertuang pada perjanjian perwalianamanatan (*trusty*), nisbah atau rasio bagi hasil sukuk didasarkan pada pembagian pendapatan atau *revenue sharing* dan harus ditetapkan jelas dalam kontrak baik konstan, meningkat ataupun menurun. Selanjutnya emiten membayar keuntungan atau tingkat pengembalian yang sesuai dengan yang tertera dalam kontrak bagi hasil dan dapat dilakukan secara periodik. Terakhir adalah sukuk jenis ini memberikan indikasi tingkat pengembalian hasil, hal ini dikarenakan besarnya pendapatan yang akan diterima didasarkan pada hasil kinerja aktual yang dilakukan oleh emiten. Rahman (2018) menyebutkan bahwa *mudharib* dalam hal ini adalah emiten tidak diperbolehkan untuk menjamin modal atau keuntungan dalam transaksi sukuk *Mudharabah*. *Mudharib* tidaklah bertanggung jawab atas kerugian yang terjadi kecuali karena kelalian, kesalahan manajemen dan ketidak jujuran yang menyebabkan kerugian, namun dalam hal ini pihak ketiga yang independen diperbolehkan memberikan jaminan untuk pengembalian modal.

METODE PENELITIAN

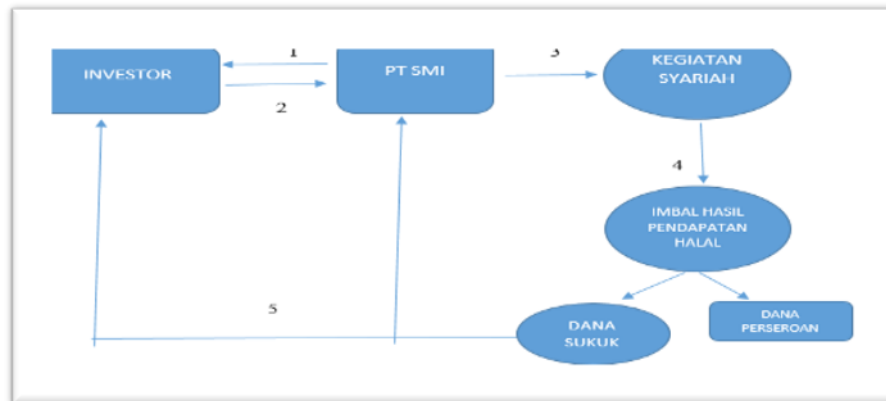
Metode penulisan yang digunakan dalam paper ini menggunakan penelitian kualitatif dalam bentuk riset kepustakaan atau *library research* dengan pendekatan kualitatif deskriptif dan (*library research*). Penelitian deskriptif merupakan metode penelitian yang bertujuan untuk menggambarkan fenomena-fenomena yang ada, yang sedang berlangsung saat ini maupun yang telah terjadi atau sudah lampau (Sukamadinata, 2012; dalam Fitrah dan Luthfiyah (2017)). Di paper ini tidak mengubah ataupun memanipulasi terhadap variabel-variabel bebas, namun menggambarkan kondisi apa adanya baik secara individual maupun menggunakan angka-angka. Obyek dalam penelitian ini adalah Sukuk *Mudharabah* Berkelanjutan I Sarana Multi Infrastruktur. Adapun data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang bersumber dari jurnal, artikel, maupun referensi lain yang relevan dengan topik penelitian. Selain itu data juga berupa prospektus Sukuk *Mudharabah* Berkelanjutan I Sarana Multi Infrastruktur yang dikeluarkan oleh PT Sarana Muti Infrastruktur (Persero). Selanjutnya dalam penelitian ini penulis melakukan pengamatan dan telaah prospektus guna mengamati potensi adanya DCR dalam sukuk *mudharabah* dan praktik *Income Smoothing* yang terjadi dalam sukuk *Mudharabah* PT SMI dengan menggunakan pendekatan fakta dan juga menggunakan berbagai literatur dan jurnal yang relevan dalam melakukan observasi serta analisisnya. Dipilihnya Sukuk *Mudharabah* berkelanjutan I PT SMI dikarenakan sukuk ini salah satu yang terbesar dengan nilai nominal sebesar satu triliun rupiah. Selain itu pada PT SMI terdapat unit usaha syariah dalam kegiatan usahanya.

HASIL DAN PEMBAHASAN

PT Sarana Multi Infrastruktur atau PT SMI merupakan Badan Usaha Milik Negara yang bergerak di bidang infrastruktur. PT SMI didirikan pada tanggal 26 Februari 2009 yang seluruh modal sahamnya dikuasai oleh Negara melalui Kementerian Keuangan. Sektor infrastruktur dasar yang dibiayai oleh PT SMI antara lain ketenagalistrikan, transportasi, telekomunikasi, *rolling stock* kereta api, minyak dan gas, energi efisien, air minum, jalan dan jembatan, serta manajemen air limbah dan persampahan. Adapun pembiayaan yang dilakukan pada sektor infrastruktur sosial antara lain rumah sakit, infrastruktur pemasyarakatan, infrastruktur pendidikan, infrastruktur kawasan, pasar, dan infrastruktur pariwisata. Kinerja PT SMI berdasarkan laporan yang tertuang dalam prospektus pada akhir tahun 2017 atau 31 Desember 2017 pendapatan usaha perseroan mengalami peningkatan 35,43% atau sebesar Rp. 825.419 juta menjadi Rp. 3.154.863 juta. Jika dibandingkan dengan akhir tahun 2016 atau 31 Desember 2016 peningkatan ini disebabkan terutamanya pada peningkatan bunga atas pinjaman yang diberikan sebesar Rp. 933.639 juta yang sejalan dengan peningkata posisi pinjaman diberikan pada 31 Desember 2017.

Sukuk *Mudharabah* diterbitkan oleh PT SMI yang mana tujuan dari penerbitan ini sebagaimana dijelaskan dalam prospektus yaitu dana sukuk akan digunakan untuk penyaluran kegiatan pembiayaan syariah melalui unit usaha syariah, investasi syariah serta kegiatan jasa konsultasi dan penyiapan proyek oleh perseroan dalam hal ini adalah kegiatan usaha perseroan. Sementara itu secara ringkas skema sukuk *Mudharabah* dapat dilihat dari bagan dibawah ini:

Gambar 3.
Skema sukuk PT SMI



Sukuk *Mudharabah* diterbitkan oleh PT SMI dengan nominal satu triliun rupiah dan disaat bersamaan investor menyerahkan dananya sebesar nilai sukuk pada PT SMI. Penggunaan dana hasil emisi sukuk diperuntukkan pada pembiayaan syariah, investasi syariah oleh unit usaha syariah, serta kegiatan jasa konsultasi dan penyiapan proyek oleh perseroan. Selanjutnya pendapatan yang diperoleh dari hasil kegiatan tersebut didistribusikan secara proporsional kepada setiap sumber pendanaan yang berasal dari sukuk dan dana perseroan. Pendapatan dari kegiatan usaha tersebut yang menjadi porsi dana sukuk *Mudharabah* dibagi hasilkan antara investor dan perseroan melalui unit usaha syariah sesuai dengan nisbah yang ditentukan atau disepakati sebelumnya. Selanjutnya, para akhir jangka waktu sukuk, perseroan akan mengembalikan pokok dana sukuk kepada investor pada saat jatuh tempo investasi.

Implementasi Akad *Mudharabah* Dalam Sukuk *Mudharabah* PT SMI

Akad *Mudharabah* mempunyai beberapa syarat dan rukun dalam pelaksanaannya. Kegiatan transaksi apapun yang menggunakan akad *Mudharabah* haruslah memenuhi syarat dan rukun akad *Mudharabah* sehingga transaksi tersebut dapat dikatakan transaksi atau kontrak *Mudharabah*. Sukuk *Mudharabah* yang dinamakan *shobibil maal* adalah investor pemegang sukuk *Mudharabah*, sedangkan yang dinamakan mudharib adalah emiten atau penerbit sukuk. Sementara itu perjanjian akad *Mudharabah* tertuang pada prospektus yang dikeluarkan oleh emiten dan investor jika setuju dengan isi prospektus tersebut akan membeli sukuk *Mudharabah* tersebut.

Shobibil maal dalam hal ini investor membeli sukuk *Mudharabah* yang mana artinya adalah mengikutsertakan dananya pada *Mudharib* atau emiten dalam hal ini adalah PT SMI dalam mengembangkan bisnis syariah. Nisbah bagi hasil yang diberikan oleh *mudharib* atau emiten sebesar 14,31 % untuk investor atau *shabibil maal* pada sukuk *Mudharabah* seri A dan 6,96% untuk sukuk *Mudharabah* seri B. Proses pembelian sukuk ini merupakan bagian dari akad *Mudharabah*, yang mana saling pihak sama-sama rela perihal yang di akadkan. Penjabaran dalam prospektus tersebut sudah termuat beberapa poin mengenai dana *Mudharabah* yang akan digunakan untuk usaha seperti apa yang akan dilakukan. Selanjutnya, pada Sukuk *Mudharabah* Berkelanjutan I Sarana Multi Infrastruktur ini dana yang diperoleh dari sukuk akan digunakan untuk pengembangan usaha syariah. Sebagaimana diketahui bahwa PT SMI memiliki produk pembiayaan berbasis syariah

diantaranya pembiayaan *Ijarah Muntabiyah Bit Tamlik* (IMBT), pembiayaan *Murabahah*, dan Pembiayaan *Musyarakah Mutanaqisab* (MMQ)

Ciri utama dalam akad *Mudharabah* adalah nisbah bagi hasil yang akan mengimplementasikan jumlah pendapatan yang akan dibagikan antara pemilik dana dan *mudharib*. Nisbah ini merupakan suatu yang sangat pokok yang harus ada pada akad *Mudharabah* dan penentuan nisbah harus melalui kesepakatan antar pihak, baik itu *shahibul maal* maupun *mudharib*. Ketentuan mengenai nisbah dalam prospektus Sukuk *Mudharabah Berkelanjutan I Sarana Multi Infrastruktur* dijelaskan bahwa bagi hasil untuk investor pada seri A sebesar 14,31% dan 6,96% untuk seri B yang dihitung dari pendapatan yang dibagi hasilkan dengan menggunakan rata-rata tingkat imbal hasil (*rate*) efektif pembiayaan sebesar 7,55% untuk seri A dan 7,80% untuk seri B.

Penjelasan di atas menunjukkan bahwa secara umum syarat dan ketentuan dari akad *Mudharabah* yang diaplikasikan pada sukuk *Mudharabah* telah terpenuhi syarat dan rukunnya. Dalam masalah skema akad *Mudharabah* dalam sukuk *Mudharabah* ini dapat dikatakan sesuai dengan ketentuan yang ada atau sesuai dengan syariah. Namun terdapat salah satu rukun dari *Mudharabah* yang tidak dapat diterapkan dalam produk ini yaitu jika mengalami kerugian maka akan ditanggung sepenuhnya oleh pemodal, *mudharib* pun mengalami kerugian meskipun bukan dari segi modal melainkan dari hasil kerjanya.

Hal tersebut dapat ditemukan dalam penjelasan yang tertera dalam prospektus sebagai berikut: “*Menerima pelunasan dana sukuk Mudharabah dan/atau pembayaran pendapatan bagi hasil sukuk Mudharabah dari perseroan pada tanggal pembayaran kembali dana sukuk Mudharabah dan/atau tanggal pembayaran pendapatan bagi hasil sukuk Mudharabah yang bersangkutan.*”

Penjelasan tersebut secara jelas bahwa salah satu hak pemegang sukuk ialah dikembalikannya modal yang ditanamkan oleh investor. Hal ini mengindikasikan bahwa emiten mempunyai kewajiban untuk mengembalikan modal secara utuh kepada investor. Alimin (2013) mengutip pendapat dari Abu Bakar (1998) mengemukakan bahwa para *fuqoha* sepakat sepakat bahwa modal akan diserahkan sesuai dengan nilai semula, misal jika modal awal Rp. 100 Milyar maka harus dikembalikan oleh *mudharib* sebesar Rp. 100 Milyar saat jatuh tempo. Akan tetapi jika modal berkurang pada saat akad berakhir atau jatuh tempo yang diakibatkan oleh resiko bisnis bukan kesalahan *mudharib*, maka *mudharib* tidak bertanggung jawab atas hal tersebut. Namun, jika berkurangnya karena kelalaian *mudharib*, maka *mudharib* wajib bertanggung jawab akan modal *shohibul maal*. Jika syarat pengembalian modal tersebut tetap disertakan dalam akad, maka akad tersebut menjadi rusak atau tidak boleh dilaksanakan menurut ulama Hanafi dan Hanbali, dan batal menurut ulama Maliki dan Syafi'i.

Penjelasan yang terdapat dalam prospektus di atas secara jelas menyebutkan bahwa salah satu hak dari *shohibul maal* adalah menerima pelunasan dana sukuk *Mudharabah* atau modal yang ditanamkan oleh investor. Hal ini sebenarnya tidaklah dapat dibenarkan oleh fikih karena berlawanan dengan substansi akad *Mudharabah* yang mana investor tidak berhak memaksa *mudharib* untuk melakukan sesuatu diluar kemampuannya kecuali memang terjadi kelalaian atau wanprestasi (Alimin, 2013).

Permasalahan mengenai jaminan modal memang menjadi sebuah problem dalam sukuk *Mudharabah*. Lahsana dan Lin (2012) menyebutkan bahwa putusan dari *International Fiqh Academy's* menyatakan baik prospektus maupun perbuatan *Muqaradha* (*Mudharabah*) tidak boleh mengandung jaminan dari manajer dana untuk modal atau laba tetap berdasarkan persentase modal. Modal diperbolehkan dijamin oleh pihak ketiga yang sama sekali tidak terkait dengan kedua belah pihak, serta tidak diperbolehkan menjadi sebuah penentu keterlangsungan kontrak. Sapuan (2016) menyebutkan para sarjana kontemporer meyetujui akan adanya jaminan pengembalian modal *Mudharabah* dari pihak ketiga baik itu dari pihak pemerintah maupun pihak swasta. Perihal pendanaan *Mudharabah* pada perbankan syariah baik berupa tabungan, giro, maupun deposito *Mudharabah* dilindungi oleh Lembaga Penjamin Simpanan. Hal ini mengindikasikan bahwa *Shohibul Maal* dalam hal ini nasabah yang menanamkan dananya pada perbankan terjamin akan keutuhan akan pokok dan bagi hasilnya dengan jumlah maksimal Rp. 2 Milyar. Selain itu dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 105/DSN-MUI/X/2016 tentang Penjaminan Pengembalian Modal

Pembiayaan *Mudharabah*, *Musyarakah*, dan *Wakalah bil Istitsmar* khususnya pada sub bab ketentuan khusus yang dijelaskan pada poin kedua bahwa pengelola modal diperbolehkan menjamin akan pengembalian modal atas kehendaknya sendiri tanpa permintaan dari pemilik modal. Landasan dari fatwa DSN tersebut yang menurut penulis menjadi acuan akad pengembalian modal oleh emiten kepada investor pada sukuk *Mudharabah* PT SMI.

Indikasi *Displaced Commercial Risk* (DCR) dalam sukuk *Mudharabah*

Akad *Mudharabah* merupakan suatu bentuk kerjasama yang mengedepankan unsur kepercayaan antar pihak dalam menjalankan suatu usaha. Akad *Mudharabah* memiliki ciri khusus yang menjadi pembeda dari sebuah kontrak kerja sama konvensional lainnya yaitu penggunaan bagi hasil. Dunia perbankan syariah prinsip bagi hasil merupakan suatu landasan operasional terhadap produk pembiayaan *Mudharabah* dan *Musyarakah* yang mana prinsip ini merupakan sebuah pembeda dari kompetitornya yaitu perbankan konvensional. Sistem bagi hasil sendiri dapat berupa *profit sharing* dan *revenue sharing* (Muhamad, 2004). Penerapan akan prinsip bagi hasil tersebut dengan sifat perbankan sendiri yang mempunyai unsur modal dari dana pihak ke tiga otomatis membuat perbankan syariah memiliki sebuah risiko khusus yaitu *Displaced Commercial Risk* (DCR), kondisi ini ketika imbal hasil dari usaha tersebut turun sehingga memengaruhi perilaku para nasabah. (Solisa, 2017). Adiwarmam (2001) sebagaimana disebutkan oleh Yahya, et. al. (2011), dalam skema bagi hasil tidaklah terdapat suatu *fixed and certain return* (tetap dan pasti kembali) seperti halnya bunga, namun dilakukan *profit and loss sharing* yang didasarkan oleh produktifitas nyata dari suatu produk. Oleh karena itu perbankan syariah mempunyai risiko tersendiri yaitu potensi adanya *fund flight* yang timbul akibat kurang bersaingnya *rate of return* (tingkat imbal hasil) perbankan syariah terhadap perbankan konvensional atau instrumen investasi lainnya.

Melihat penerapan akad *Mudharabah* pada perbankan syariah memang mempunyai sebuah risiko DCR yang muncul dari risiko imbal hasil. Risiko imbal hasil sendiri diakibatkan karena terjadi perubahan tingkat imbal hasil yang diperoleh bank dari pembiayaan atau penyaluran dana sehingga imbal hasil yang disalurkan kepada nasabah terjadi perubahan sehingga dapat mempengaruhi perilaku nasabah dana pihak ketiga (Fasa, 2016). Adanya risiko DCR ini memang membuat simpanan *Mudharabah* diperlakukan sama seperti halnya simpanan di bank konvensional. Hal ini dikarenakan jika bank menerapkan sistem bagi hasil murni yang mempunyai risiko tinggi dalam produknya sehingga ketika bank konvensional dapat memberikan *rate* yang lebih tinggi maka akan terjadi pemindahan dana ke bank konvensional. Situasi tersebut bisa terjadi karena nasabah bersikap rasional dengan memilih menabung pada bank yang memberikan yang tinggi baginya (Pramananda, 2014). Dunia pasar modal sendiri memang isu akan adanya *Displaced Commercial Risk* (DCR) hampir tidak ditemukan akan adanya penelitian menyangkut isu tersebut. Hal ini dikarenakan sifat risiko tersebut berbeda antara perbankan dan pasar modal khususnya obligasi atau sukuk. Sementara itu dalam perbankan syariah akibat dari risiko tersebut sangatlah cepat karena sifatnya yang sangat likuid terlebih pada tabungan dan deposito yang sudah jatuh tempo. Berbeda halnya ketika investor terlanjur membeli sukuk atau obligasi maka untuk melikuidasi sukuk tersebut membutuhkan mekanisme yang tidak sederhana. Hal ini dikarenakan dalam sukuk ataupun obligasi terdapat risiko likuiditas yang mana risiko ini ketika investor kesulitan dalam pencairan. Risiko yang dapat terjadi adalah investor terpaksa menjual kepada agen penjual dibawah harga pasar atau dalam kata lain obligasi atau sukuk akan terjual dengan harga diskon (Meirinaldi dan Astuti, 2017).

Penjelasan di atas secara aplikasi indikasi DCR berbeda apa yang terjadi dalam perbankan syariah dan dunia pasar modal terutama obligasi atau sukuk. Pada perbankan risiko tersebut hadir ketika posisi uang atau modal yang dari investor sudah berada di Bank dalam bentuk tabungan ataupun deposito. Sementara itu penulis juga melihat adanya indikasi *Displaced Commercial Risk* (DCR) namun sebelum modal dari investor berada pada emiten yakni ketika investor akan memutuskan portofolio investasinya. Hal ini merupakan sebuah hal yang wajar karena pada dasarnya seorang investor sebelum melakukan investasi akan memperhitungkan risiko dan Pengembalian. Investor akan memilih satu atau beberapa kombinasi investasi dengan berharap mendapatkan sejumlah *return* atau pendapatan di masa yang akan datang (Widayat, 2010). Dewi

(2011) menyebutkan bahwa salah satu problem investor yang menyebabkan rendahnya tingkat perkembangan sukuk di Indonesia yaitu investor bersikap *averse to risk* atau enggan menghadapi risiko. Risiko yang dimaksud disini salah satunya adalah risiko pengembalian pada sukuk *Mudharabah* yang bergantung pada kinerja perusahaan. Sartono (2001) menyatakan bahwa asumsi seorang individu dalam menyikapi risiko dan tingkat keuntungan yang diharapkan adalah individu bersikap rasional dan tidak menyukai risiko atau *risk averse*. Sikap ini tercermin dari sikap investor yang menginginkan tambahan keuntungan dari yang lebih besar dari setiap kenaikan resiko yang dihadapi. Atau dengan kata lain misalkan individu dihadapkan oleh sebuah pilihan maka individu tersebut akan lebih memilih untuk memperoleh tingkat keuntungan yang sama dan resiko yang lebih kecil.

Penelitian mengenai isu tentang sukuk *Mudharabah* yang mungkin dilakukan oleh lembaga non bank telah dilakukan oleh beberapa peneliti. *Pertama*, penelitian dari Mutia, et al (2018) membandingkan antara kinerja pasar sukuk ijarah dan *Mudharabah*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa sukuk ijarah dapat meminimalkan potensi dampak negatif karena perubahan kondisi pasar pada aset dan investasi modal. Penelitian ini menyimpulkan bahwa risiko investasi pada sukuk *Ijarah* lebih rendah dari sukuk *Mudharabah*. Febriani dan Mala (2013) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa suku bunga simpanan perbankan mempunyai hubungan yang positif dan signifikan terhadap imbal hasil sukuk *Mudharabah*. Hal ini mengindikasikan bahwa emiten selaku penerbit sukuk meningkatkan imbal hasil sukuk agar menarik pada pasar sekunder. Penelitian ini menunjukkan bahwa investor tidaklah hanya memandang aspek kesyariahan saja, melainkan investor juga bersifat rasional dalam menentukan investasinya. Nasrullah, et al (2013) dalam hasil penelitiannya juga menemukan tidak hanya dari aspek kepatuhan syariah saja yang berpengaruh terhadap minat investor pada sukuk negara, melainkan yang paling dominan adalah manfaat dari suku bunga. Hasil penemuan ini menggambarkan bahwa variabel spekulasi merupakan variabel yang paling berpengaruh terhadap tingginya tingkat pembelian sukuk negara.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa di dalam sukuk *Mudharabah* terdapat indikasi adanya *Displaced Commercial Risk* (DCR). Adapun implikasi dari adanya DCR ini timbul saat investor menentukan portofolio investasinya artinya sukuk *Mudharabah* tidak laku atau tidak terjual. Investor tidak hanya memandang aspek syariah, namun Investor akan cenderung bersikap rasional dalam menentukan portofolio investasinya di mana investasi yang menghasilkan pengembalian yang lebih pasti dan risiko yang rendah akan dipilih oleh investor. Oleh karena itu diperlukan adanya mitigasi akan risiko dari adanya risiko ini terutama pada aspek pengembalian atau bagi hasilnya.

Displaced Commercial Risk (DCR) sendiri di dalam Lembaga Keuangan Syariah (LKS) disikapi atau secara aturan syariah terdapat dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 87/DSN-MUI/XII/2012 Tentang Metode Perataan Penghasilan (*Income Smoothing*) Dana Pihak Ketiga. Berdasarkan fatwa tersebut perbankan syariah dapat menerapkan dua cara dalam mengatasi akan adanya resiko DCR, yaitu dengan menerapkan *Income Smoothing* dengan mitigasi atau *Profit Equalization Ratio* (PER) dan *Income Smoothing* tanpa mitigasi (*Isqath al-haqq/ at-tanazul 'an al-haqq*). *Profit Equalization Ratio* (PER) atau metode perataan penghasilan dengan membetuk dana cadangan merupakan pengaturan distribusi keuntungan dari waktu ke waktu atas bagi hasil antara Lembaga Keuangan Syariah (LKS) dan nasabah penyimpan dana dengan cara membentuk cadangan perataan laba/penghasilan. Metode *Income Smoothing* tanpa membentuk cadangan atau tanpa mitigasi adalah pengaturan pengakuan dan pelaporan laba dari waktu ke waktu untuk tujuan pengaturan bagi hasil antara Lembaga Keuangan Syariah (LKS) dan Nasabah tanpa membentuk cadangan.

Indikasi *Tanazul* atau *Income Smoothing* dalam sukuk *Mudharabah* PT SMI

Investor sebelum memutuskan di mana uangnya akan diinvestasikan tentu saja akan mempelajari dulu informasi-informasi yang berhubungan dengan objek investasinya. Perihal sukuk dan juga obligasi salah satu informasi yang digunakan oleh investor adalah dari prospektus produk tersebut. Prospektus Sukuk *Mudharabah* PT SMI menjelaskan mengenai nisbah bagi hasil yang

akan diterima oleh investor dan juga beberapa informasi lainnya yang berkenaan dengan kepentingan investor. Redaksi yang terdapat prospektus tersebut terdapat sebuah penjelasan mengenai adanya upaya meratakan pendapatan ketika terjadi penurunan atau kenaikan dalam pendapatan bagi hasil pada pemegang sukuk:

Dalam hal pendapatan bagi hasil yang diterima oleh pemegang sukuk Mudharabah mengalami penurunan, maka perseroan akan memberikan sebagian porsinya untuk pemegang sukuk Mudharabah, sehingga pemegang sukuk Mudharabah seri A dan seri B akan menerima pendapatan bagi hasil sesuai dengan batas nilai minimal 7,50% (tujuh koma lima puluh persen) untuk seri A dan 7,75% (tujuh koma tujuh lima persen) untuk seri B. Apabila pendapatan bagi hasil yang diterima oleh pemegang sukuk Mudharabah mengalami peningkatan, maka pemegang sukuk Mudharabah masing-masing seri A dan seri B mengikhlaskan sebagian porsinya untuk perseroan, sehingga perseroan melaksanakan kewajibannya membayar pendapatan bagi hasil kepada pemegang sukuk Mudharabah masing-masing seri A dan seri B sesuai dengan batas maksimal 7,60 % (tujuh koma enam nol persen) dan 7,85% (tujuh koma delapan lima persen) untuk seri B.

Penjelasan dari prospektus di atas menyimpulkan bahwa ketika suatu usaha yang dilakukan oleh emiten mengalami penurunan pendapatan sehingga yang dibagikan kepada investor mengalami penurunan, maka emiten akan menutupi kekurangan tersebut sampai batas minimal penurunan pengembalian sebesar 7,50% untuk seri A dan 7,75% untuk seri B. Begitu pula ketika usaha yang dilakukan oleh emiten mengalami keuntungan yang meningkat sehingga yang dibagi kepada nasabah lebih banyak, maka emiten hanya akan memberikan kelebihan sebesar 7,60% untuk seri A dan 7,85% untuk seri B dan sisanya diikhlaskan untuk emiten. Jika hal tersebut dipahami demikian maka yang terjadi disini adalah permintaan pasar yang menginginkan pendapatan tetap. Memang dalam penjelasan dari prospektus tersebut tidaklah disebutkan nominal tetap yang akan diterima oleh nasabah, namun penggalan tersebut dapatlah dipahami bahwa dalam akad *Mudharabah* ini pendapatan tetap lebih diinginkan dari pada pendapatan bagi hasil. Pendapatan tetap tentunya bukanlah sebuah prinsip dari akad bagi hasil atau *Mudharabah*.

Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Alimin (2013) yang mana dalam penelitiannya menemukan hampir terdapat pada semua klausula yang ditelitinya. Alimin (2013) berpendapat bahwa jika terdapat klausula yang berkaitan dengan kelebihan dan kekurangan dari tingkat laba yang diharapkan yang mana ketika kekurangan akan ditutupi oleh obligor atau emiten sedangkan jika terjadi kelebihan menjadi intensif bagi obligor atau emiten, maka yang diinginkan adalah laba tetap atau jumlah nominal tetap bagi *shohibul maal* atau investor. Lebih lanjut lagi Alimin (2013) berpendapat jika hal ini diterapkan maka hal ini berlawanan dengan tuntutan akad (*muqtadha al-'aqd*), yang akhirnya menihilkan substansi akad bagi hasil dan menjadi akad ribawi.

Konsekuensi logis dari akad *Mudharabah* adalah bagi hasil dan bagi rugi yang masuk dalam kontrak investasi. Jika investasi yang dijalankan menghasilkan laba besar, maka keuntungan yang dibagikan juga besar pula dan begitu juga sebaliknya. Filosofi ini hanya bisa terjadi dalam bentuk prosentase bukan nominal (Karim, 2013). Namun, sebagaimana yang dijelaskan dalam prospektus tersebut sebenarnya terdapat nominal yang disembunyikan. Batasan prosentase ini mengandung angka nominal tetap bagi hasil yang akan dibagikan kepada nasabah. Oleh karenanya penulis menilai terdapat batasan keuntungan dan kerugian yang akan ditanggung oleh *shohibul maal* atau bahkan tidak mengandung kerugian sama sekali.

Penjabaran dalam prospektus yang menjelaskan bahwa jika pendapatan yang diperoleh melebihi tingkatan yang ada maka pemegang sukuk akan mengikhlaskan untuk perseroan atau emiten merupakan aplikasi dari isu *tana'uzul* dalam sukuk. *Tana'uzul* sendiri adalah sebuah tindakan untuk melepas hak-hak klaim tertentu yang menguntungkan pihak lain dalam kontrak. Aplikasi dalam keuangan Islam biasanya *tana'uzul* diterapkan dimana hak untuk berbagi sebagian dari keuntungan diberikan kepada orang lain (Elias, et al, 2013). Noor dan Haron (2015) mengemukakan isu *tana'uzul* dalam sukuk *Mudharabah* ketika penerbit memasukkan syarat yang menyebutkan jika keuntungan yang sebenarnya melebihi tingkatan tertentu maka jumlah atau kelebihan itu diberikan kepada penerbit sukuk atau *mudharib* sebagai intensif dikarenakan

pengelolaan yang baik. Selanjutnya penyedia modal atau *shohibul maal* menepikan haknya untuk menuntun jumlah yang melebihi keuntungan yang diharapkan.

Berdasarkan dari berbagai penjelasan yang tertuang di atas, bahwa indikasi *tanaẓul* dalam praktik sukuk Mudharabah PT SMI antara lain aturan mengenai batas bawah dan batas atas keuntungan yang akan di berikan oleh investor. Selain itu indikasi yang lain adalah pemberian hak lebih kepada emiten ketika pendapatan investor melebihi batas atas tersebut. Mengenai adanya batas atas dan batas bawah pendapatan yang akan diterima oleh investor merupakan bentuk dari pemerataan penghasilan kepada pemegang sukuk atau investor. Indikasi tersebut menegaskan bahwa investor akan mendapatkan pengembalian bagi hasil paling sedikit sebesar 7,50% untuk seri A dan 7,75% untuk seri B dan dan paling banyak sebesar 7,60% untuk seri A dan 7,85 dari seri B dari indikatif rate sebesar 7,55% untuk seri A dan 7,80% untuk seri B. Hal ini mengindikasikan bahwa yang akan terjadi dalam sukuk *mudharabah* ini adalah condong kepada *fixed return* atau pendapatan tetap plus minus sebesar 5% (lima persen) dari indikatif ratenya. Indikasi *tanaẓul* selanjutnya adalah berkenaan dengan intensif yang menjadi hak emiten ketika pendapatan yang diterima investor melebihi batas atas yaitu sebesar 7,60% untuk seri A dan 7,85 dari seri B.

Penjelasan di atas merupakan suatu bentuk dari *Income Smoothing* atau perataan penghasilan. Adapun yang terdapat dalam penjelasan tersebut tidak dikemukakan mengenai adanya cadangan akan keuntungan melainkan penjelasan tersebut terdapat kata "*Dalam hal pendapatan bagi hasil yang diterima oleh pemegang sukuk Mudharabah mengalami penurunan, maka perseroan akan memberikan sebagian porsinya untuk pemegang sukuk*" dan "*Apabila pendapatan bagi hasil yang diterima oleh pemegang sukuk Mudharabah mengalami peningkatan,*" yang mana hal ini mengindikasikan bahwa perataan pendapatan terjadi ketika disaat terjadi penurunan dan peningkatan pendapatan kurang atau lebih dari 5% dari indikatif ratenya. Hal ini mengindikasikan perataan pendapatan dalam sukuk *Mudharabah* terjadi tanpa adanya cadangan atau mitigasi atau *Income Smoothing* tanpa mitigasi. AAOIFI dalam Noor dan Haron (2015) membenarkan akan perjanjian seperti ini, AAOIFI menyatakan dalam standar syariah *Mudharabah* sebagai berikut:

"Jika salah satu dari kedua belah pihak harus menentukan untuk memiliki jumlah tertentu (laba), mudharabah akan batal. Namun, larangan ini tidak termasuk dalam perjanjian yang dibuat oleh kedua belah pihak bahwa jika keuntungan melebihi persentase tertentu maka salah satu dari keduanya para pihak akan menerima surplus dan distribusi akan sesuai dengan keduanya. "

Pendapat dari AAOIFI tersebut menjadi dasar akan dibolehkannya *tanaẓul* dalam sukuk *Mudharabah*. Hal ini sama dengan apa yang berada dalam ketentuan dari sukuk *Mudharabah* PT SMI. Dengan adanya konsep ini maka secara jelas terdapat mekanisme perataan pendapatan yang akan diberikan oleh emiten kepada investor atau *income smoothing*.

Penjelasan di atas menyimpulkan memang terjadi perataan penghasilan dalam sukuk *Mudharabah* PT SMI. Memang tidak bisa dipungkiri hal ini merupakan suatu yang amat jauh dari nilai *Mudharabah* yang memegang akan prinsip bagi hasil. Alimin (2013) menganggap hal ini sudah keluar dari tuntutan akad (*muqtadba al-'uqd*), yang akhirnya menihilkan substansi akad bagi hasil dan menjadi akad ribawi. Dusuki (2010) juga menyimpulkan bahwa hal ini menyerupai dengan fitur yang ada dalam obligasi konvensional. Hal ini mengindikasikan inovasi tersebut bertujuan untuk mencapai hasil ekonomi yang sama dengan obligasi konvensional dan hal ini tidak sesuai dengan *Maqashid as syariah*. Pendapat ini memperkuat argumentasi dari Syekh Taqi Usmani pada bulan November 2007 yang menyatakan sebagian besar atau sekitar 85% sukuk di sektor bisnis yang menggunakan struktur *Musharakah* atau *Mudharabah* tidak sesuai dengan standar syariah (Zadeh, 2016).

PENUTUP

Sukuk *Mudharabah* dengan konsep murni bagi hasil otomatis akan menghadapi problem ketidakpastian yang besar dari sisi pengembalian. Hal ini dikarenakan sifat asli dari *Mudharabah* yang menerapkan sistem bagi hasil yang bergantung pada kondisi usaha *mudharib* atau emiten. Fenomena

ini akan menyebabkan sukuk *Mudharabah* akan kurang menarik dimata investor sehingga kemungkinan sukuk *Mudharabah* tidak laku di pasar dikarenakan investor akan bersikap realistis dan cenderung menghindari resiko sehingga investor akan mencari portofolio investasi yang lain. Tujuan dalam paper ini untuk mengetahui potensi DCR dalam sukuk *mudharabah* dan praktik *income smoothing* pada Sukuk *Mudharabah* Berkelanjutan I Sarana Multi Infrastruktur. Hasil pengamatan dan telaah pustaka dalam paper ini menemukan adanya potensi akan (DCR pada sukuk *mudharabah* secara umum. Selain itu juga terdapat praktik *income smoothing* yang terjadi pada Sukuk *Mudharabah* Berkelanjutan I Sarana Multi Infrastruktur.

Income smoothing menjadi upaya yang dilakukan untuk menjaga kemungkinan adanya penurunan bagi hasil yang diterima oleh nasabah pemegang sukuk sehingga mengurangi kemungkinan adanya DCR. Namun demikian, dari sudut pandang syariah hal ini tentu menjadi suatu masalah yang cukup krusial mengingat akad *Mudharabah* menggunakan ketentuan dasar bagi hasil, baik menggunakan dasar *revenue sharing* ataupun *profit loss sharing*. Konsep *sharing* membawa konsep dimana adanya upaya natural untuk mengedepankan mekanisme pasar untuk mendapatkan hasil dari suatu upaya tertentu sehingga membedakan dengan pendekatan bunga, sebagai bentuk hasil nominal yang ditetapkan di awal kesepakatan. Maka dari itu, regulator perlu melakukan telaah terkait dengan praktik dan implikasi dari pelaksanaan *income smoothing* yang terjadi dalam implementasi produk Sukuk *Mudharabah*. Telaah menjadi penting untuk melihat kecenderungan praktik *income smoothing* ini sebagai bentuk upaya menyederhanakan penjualan produk atau bentuk penyimpangan dalam kontrak. Diharapkan ke depan produk dan jasa di industri keuangan syariah tidak sekedar mendapatkan legalisasi dalam bentuk fatwa namun juga perlu dikaji lagi implikasinya terhadap perilaku masyarakat yang menggunakan produk dan jasa keuangan syariah.

DAFTAR PUSTAKA

- Achyar, M. (2018). Sukuk: Instrumen Pembiayaan Islami Potensial. *Labatila: Jurnal Ilmu Ekonomi Islam*, Vol. 2, No. 1.
- Antonio, M. S. (2001). *Bank Syariah Dari Teori Ke Praktik*. Jakarta: Gema Insani
- Alimin. (2013). Sukuk Mudharabah Sebagai Instrumen Keuangan Islam Ideal Kontemporer. *Al-Qalam*. Vol. 30, No.1 Januari-April 2013
- Dewi, N. (2011). Mengurai Masalah Pengembangan Sukuk Korporasi Indonesia Menggunakan Analytic Network Process. *Tazkia Islamic Finance & Business Review*, Vol. 6, Agustus 2011.
- Dusuki, A. W. (2010). Do equity-Based Sukuk Structures Fulfill the Objectives of Shari'ah (Maqasid al-Shariah). *Review of Islamic Economics*, Vol. 14, No.2.
- Elias, M. R. F., Nasir, M., & Mohd Faysal, M. (2013). *Shariah Issues In sukuk*. Paper presented at the *Shariah Forum*, KLIFF, 23 September 2013,
- Farisulhaq, M., Rizki, F. S., & Rojak, E. A. (2019). Tinjauan Fikih Muamalah terhadap Implementasi Akad Mudharabah pada Produk Sukuk Ritel di Bank Syariah Mandiri KC Ahmad Yani Bandung. *Prosiding Hukum Ekonomi Syariah*, Vol. 5, No. 2.
- Fadhilah, M. F.,. (2011). Sukuk Mudharabah. *Al-Iqtisbad*. Vol III, No. 1, Januari 2011.
- Fasa, M. I. (2016), Manajemen Resiko Perbankan Syariah Di Indonesia. *Li Falah*, Vol 1, No. 2, Desember 2016.
- Fatwa Dewan Syariah Nasional No: 115/DSN-MUI/IX/2017 Tentang Akad Mudharabah
- Fatwa Dewan Syariah Nasional No: NO: 87/DSN-MUI/XII/2012 Tentang Metode Perataan Penghasilan (Income Smoothing) Dana Pihak Ketiga
- Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 32/DSN-MUI/IX/2002 Tentang Obligasi Syariah
- Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 33/DSN-MUI/IX/2002 Tentang Obligasi Syariah Mudharabah
- Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 105/DSN-MUI/X/2016 Tentang Penjaminan Pengembalian Modal Pembiayaan Mudharabah, Musyarakah, dan Wakalah bil Istitsmar

- Febriani, A. N. & Mala, T. (2013). Analisis Pengaruh Suku Bunga, Inflasi Dan Nilai Tukar Rupiah Terhadap Imbal Hasil Sukuk Mudharabah Di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Pembangunan*, Vol. 2, No. 3, September 2013.
- Fitrah, M. & Luthfiah. (2017). *Metodologi Penelitian, Penelitian Kualitatif, Tindakan Kelas dan Studi Kasus*. Sukabumi: CV Jejak.
- Karim, A. (2013). *Bank Islam: Analisis Fiqih dan Keuangan*. Jakarta: Raja Grafindo Persada.
- Lahsana, A. & Lin, L. S. (2012). Issues in Islamic Capital Markets: Islamic Bond/Sukuk. *Proceeding of International Conference on Business and Economic Research*, 12-13 March 2012.
- Mutia, E., Rahmawati, & Afrianandra, C. (2018). Value at Risk of Sukuk Ijarah and Mudharabah in Indonesia. *Journal of Accounting Research, Organization an Economic*, Vol 1, No.1, pp. 65-73.
- Muhamad. (2004). *Teknik Perhitungan Bagi Hasil Dan Pricing Di Bank Syariah*. Yogyakarta: UII Press.
- Morni, F. (2019). A Thematic Literature Review On Sukuk. *IJIE*, Vol. 1, No. 2, July-Desember 2019.
- Meirinaldi & Astuti, P. (2017). Analisa Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Peringkat Sukuk (Studi Kasus Pada Perusahaan Penerbit Sukuk Non Keuangan). *Jurnal Ekonomi*, Vol. 19, No. 2, Juni 2017.
- Nasrullah, A., Burhan, U., & Multifah. (2013). Studi Keptuhan Syariah Dan Manfaat Ekonomi Terhadap Minat Investor Dalam Pembelian Sukuk Negara. *La Riba, Jurnal Ekonomi Islam*, Vol VII, No. 1, Juli 2013.
- Noor, M. A. & Haron, M. N. (2015). Aplikasi Tanazul dan Isu-Isu Syariah Dalam Sukuk Berasaskan Kontrak Ekuiti, *Jurnal Muamalat*, Bil. 8.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2019). Data Statistik Sukuk. <https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/data-produk-obligasi-syariah/Documents/Pages/-Statistik-Sukuk-Syariah---Februari-2020/Statistik%20Sukuk%20Februari%202020.pdf>
- Pramananda, R. L. (2014). *Mudharabah: Sebuah Dilema*. IBEC FEBUI, 2014 <http://www.ibec-febui.com/mudharabah-sebuah-dilema/> Diakses 8 April 2020 pukul 12:48
- Rahman, H. M. (2018). Mudharabah and its Applications in Islamic Finance: An Analysis. *Asian Journal of Research in Banking and Finance*, Vol. 8, No. 6, Juni 2018.
- Rahmawati, E. N. & Ghani, A. M. (2017). Akad Penerbitan Sukuk di Pasar Modal Indonesia dalam Perspektif Fikih. *Al-'Adalah*, Vol. 14, No. 1.
- Sapuan, N. M. (2016). An Evolution Of Mudharabah Contract : A Viewpoint From Classical and Contemporary Islamic Scholars. *Procedia Economics and Finance*, 35, pp. 349-358.
- Sarana Multi Infrastruktur. (2018). Prospektus Green Bond dan Green Sukuk 2018 PT-SMI. <https://www.ptsmi.co.id/wp-content/uploads/2018/07/Prospektus-Green-Bond-dan-Green-Sukuk-2018-PT-SMI.pdf>
- Sartono, A. (2001). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPFE
- Soemitra, A. (2009). *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah*. Jakarta: Kencana
- Solisa, D. N. (2017). Profit Equalization Reserve (PER) Sebagai Upaya Mitigasi Resiko Imbal Hasil Perbankan Syariah (Suatu Kajian dengan Pendekatan Maqasid asy-Syariah). *Az-Zarqa'*, Vol. 9, No. 1, Juni 2017.
- Uddin, M. A. , Sultan, Y., Hosen, M., & Ullah, N. (2015). A Critical Analysis Of Islamic Bond: A Case Study On Sunway Treasury Sukuk. *MPRA Paper* No. 68785, Posted 12 Jan 2016 12:49 UTC. <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/68785/>
- Widayat. (2010). Penentu Perilaku Berinvestasi. *Ekonomika-Bisnis*, Vol. 01, No.02, Juni 2010.
- Yahya, M. & Gunanto, A, & Yusuf, E. (2011). Teori Bagi Hasil (Profit And Loss Sharing) Dan Perbankan Syariah Dalam Ekonomi Syariah. *Jurnal Dinamika Ekonomi Pembangunan*, Vol: 1, No. 1, Juli 2011.
- Zadeh, E. L. (2016). Shariah Issues Relating To An Islamic Security-Sukuk. *EPR International Journal of Economic and Business Review*, Vol. 4, Issue-2, February 2016.