

Obligasi Syari'ah (Sukuk)

Dalam Perspektif Ushul Fiqh

Oleh : H. Wahab¹

Abstrak

Salah satu bentuk instrumen keuangan syariah yang telah banyak diterbitkan baik oleh korporasi maupun negara adalah sukuk (obligasi syari'ah). Di beberapa negara, sukuk telah menjadi instrumen pembiayaan anggaran negara yang penting. Pada saat ini, beberapa negara telah menjadi regular issuer dari sukuk, misalnya Malaysia, Bahrain, Brunei Darussalam, Uni Emirate Arab, Qatar, Pakistan, dan State of Saxony Anhalt – Jerman. Sukuk berasal dari bahasa Arab صكوك, jamak dari صك shak, yang berarti 'instrumen legal, amal, cek'. Sukuk dapat pula diartikan dengan efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan. Dalam perspektif DSN MUI bahwa Obligasi yang dibenarkan menurut syariah adalah obligasi yang berdasarkan prinsip-prinsip syariah, sedangkan dalam perspektif ushul fiqh ini didasarkan pada Kaidah Fiqh: "Pada dasarnya semua bentuk muamalah boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkannya." dan "Sesuatu yang berlaku berdasarkan adat/ kebiasaan sama dengan sesuatu yang berlaku berdasarkan syara (selama tidak bertentangan dengan syariah)."

Kata Kunci: Obligasi syari'ah (Sukuk), Obligasi Konvensional, Ushul Fiqh.

¹ Dosen Fakultas Syariah Jurusan Keuangan Perbankan IAIN Semarang, Mahasiswa Program Doktor Ilmu Ekonomi UIN dan Penerima Beasiswa Unggulan Badan Kerjasama Luar Negeri Depdikbud RI

A. MUKADDIMAH

Konsep keuangan berbasis syariah Islam (Islamic finance) dewasa ini telah tumbuh secara pesat, diterima secara universal dan diadopsi tidak hanya oleh negara-negara Islam di kawasan Timur Tengah saja, melainkan juga oleh berbagai negara di kawasan Asia, Eropa, dan Amerika. Hal tersebut ditandai dengan didirikannya berbagai lembaga keuangan syariah dan diterbitkannya berbagai instrumen keuangan berbasis syariah. Selain itu, juga telah dibentuk lembaga internasional untuk merumuskan infrastruktur sistem keuangan Islam dan standar instrumen keuangan Islam, serta didirikannya lembaga rating Islam. Beberapa prinsip pokok dalam transaksi keuangan sesuai syariah antara lain berupa penekanan pada perjanjian yang adil, anjuran atas sistem bagi hasil atau profit sharing, serta larangan terhadap riba, gharar, dan maysir.

Salah satu bentuk instrumen keuangan syariah yang telah banyak diterbitkan baik oleh korporasi maupun negara adalah sukuk. Di beberapa negara, sukuk telah menjadi instrumen pembiayaan anggaran negara yang penting. Pada saat ini, beberapa negara telah menjadi regular issuer dari sukuk, misalnya Malaysia, Bahrain, Brunei Darussalam, Uni Emirate Arab, Qatar, Pakistan, dan State of Saxony Anhalt – Jerman. Penerbitan sovereign sukuk biasanya ditujukan untuk keperluan pembiayaan negara secara umum (general funding) atau untuk pembiayaan proyek-proyek tertentu, misalnya

pembangunan bendungan, unit pembangkit listrik, pelabuhan, bandar udara, rumah sakit, dan jalan tol. Selain itu, sukuk juga dapat digunakan untuk keperluan pembiayaan cash-mismatch, yaitu dengan menggunakan sukuk dengan jangka waktu pendek (Islamic Treasury Bills) yang juga dapat di gunakan sebagai instrumen pasar uang.

PERKEMBANGAN SUKUK DI INDONESIA

Perkembangan sukuk di Indonesia sesungguhnya sudah dimulai oleh swasta, meskipun pangsanya masih kecil. Tahun 2007, pemerintah menerbitkan sukuk hingga Rp18 triliun. Bila dibandingkan dengan obligasi negara konvensional, rencana penerbitan sukuk ini memang masih kecil. Namun, dimulainya penerbitan sukuk oleh pemerintah ini dapat menjadi pemicu bagi penerbitan sukuk lainnya.

Dengan diberlakukannya UU Sukuk Negara dan penerbitan sukuk oleh pemerintah, berarti sukuk kini menjadi instrumen pembiayaan yang diakui, sehingga dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap sukuk kita, baik sukuk negara maupun sukuk korporasi.

Perkembangan sukuk dimulai dengan adanya sovereign sukuk. Tahun 2003, sovereign sukuk masih mendominasi pasar sukuk global yaitu sebesar 42% dan sukuk yang diterbitkan oleh lembaga keuangan sebesar 58%. Sejak saat itu komposisinya mengalami pergeseran. Pada tahun 2007,

sukuk korporasi yang mendominasi pasar sukuk global, yaitu sekitar 71%, lembaga keuangan 26%, dan pemerintah tinggal 3%. Sukuk bagian yang tak terpisahkan dalam sistem keuangan global. Pada tahun 2007, nilai sukuk yang diperdagangkan di pasar global meningkat lebih dua kali dibandingkan tahun 2006, dan mencapai US\$62 miliar dibandingkan tahun 2006 sebesar US\$27 miliar. Dari tahun 2001 hingga tahun 2006. Sukuk mengalami pertumbuhan rata-rata sebesar 123%.

Berdasarkan proyeksi S&P, dalam lima tahun ke depan, pasar sukuk dapat menembus level US\$100 miliar, tergantung pada kondisi stabilitas pasar kredit. Dan diperkirakan pasar sukuk akan meningkat sebesar 35% per tahun. Pada tahun 2010, pasar sukuk global diperkirakan dapat menembus hingga US\$200 miliar, terutama ditopang oleh negara-negara di kawasan Teluk, Inggris, Jepang, dan Thailand.

Pengembangan sukuk sangat didukung regulator dan pemerintah di kawasan Teluk dan Asia. Kini, makin banyak negara yang telah menerbitkan sukuk sebagai instrumen pembiayaan. Pada tahun 2007, ada 10 negara penerbit sukuk, padahal pada tahun 2001 baru ada 2 negara. Uni Emirat Arab (UEA) dan Malaysia masih mempertahankan sebagai negara penerbit sukuk terbesar di dunia. Pada tahun 2007, lebih dari US\$25 miliar sukuk (atau sekitar 75% dari seluruh sukuk yang diterbitkan di seluruh dunia pada

tahun itu) adalah sukuk yang diterbitkan oleh UEA dan Malaysia.

Malaysia menguasai sekitar 66% dari seluruh penerbitan sukuk di dunia. S&P memperkirakan Malaysia dan UEA akan tetap memegang posisinya sebagai penguasa pasar, karena ditopang oleh regulator dan status UEA sebagai pintu masuk investor global. Selain dukungan yang kuat dari pemerintah setempat, perkembangan pesat tersebut juga tidak terlepas dari kinerja sukuk itu sendiri.

Perkembangan indeks surat berharga yang berbasis syariah (saham dan sukuk), kinerjanya lebih baik dibandingkan indeks konvensional. Hal yang sama juga terjadi di Malaysia, sebagai negara terbesar dalam hal pangsa pasar penerbitan sukuk di dunia.

POTENSI BAGI INDONESIA

Perkembangan sukuk di Indonesia sesungguhnya bermula karena adanya inisiatif dari swasta. Dukungan yang kurang dari pemerintah dan regulator terhadap perkembangan sukuk ini, menyebabkan posisi Indonesia dalam pasar keuangan syariah global tidak mendapatkan tempat yang semestinya. Hingga saat ini, baru terdapat sekitar 20 sukuk yang diakui sebagai emiten syariah oleh Bapepam.

Menurut Ekonom Kepala The Indonesian Economic Intelligent, Sunarsip, bahwa dengan diberlakukannya UU Sukuk Negara, diperkirakan perkembangan pasar sukuk di Indonesia bakal lebih semarak dibandingkan sebelumnya. Terlebih lagi,

minat investor terhadap sukuk ini sangat besar, sebagaimana ditunjukkan dari perkembangan sukuk global saat ini. Menurutnya, tahun ini pemerintah akan memfokuskan diri untuk pengembangan pasar sukuk domestik. Jika penerbitan perdana ini sukses, diperkirakan akan semakin menarik investor asing, khususnya dari Timur Tengah, untuk masuk ke pasar keuangan syariah di Indonesia.

Namun demikian, Sunarsip menilai, pasar sukuk di Indonesia masih menghadapi sejumlah tantangan. *Pertama*, pasar keuangan syariah di Indonesia tidak terlalu likuid. Penyebabnya, pangsa pasarnya yang relatif kecil, yaitu kurang dari 5% dari seluruh sistem keuangan di Indonesia. Kecilnya pangsa pasar keuangan syariah ini diperkirakan akan menyebabkan pertumbuhan pasar sukuk domestik akan tetap terbatas. Oleh karenanya, bila langkah perdana pemerintah menerbitkan sukuk domestik berhasil, selanjutnya perlu dibuka pasar sukuk global sebagai benchmark bagi penerbitan sukuk global lainnya, baik sovereign sukuk maupun corporate sukuk.

Selain itu, regulasi yang masih dirasakan menghambat perkembangan pasar sukuk domestik juga perlu dibenahi, sebagaimana yang terdapat dalam Peraturan Bank Indonesia (PBI) No. 5/12 tahun 2004. Dalam PBI tersebut, bank yang memiliki sukuk agar memegangnya hingga jatuh tempo. Meski aturan ini penting untuk menjaga aspek kesyariahan bank syariah,

namun PBI ini perlu direvisi agar tidak menghambat likuiditas pasar sukuk.

Kedua, belum adanya kepastian masalah perpajakan terkait dengan transaksi yang melibatkan investor sukuk. Permasalahan perpajakan ini tidak hanya terkait dengan sukuk, namun menyangkut transaksi keuangan syariah secara keseluruhan. Isu yang paling mengemuka adalah adanya double taxation dalam transaksi keuangan syariah.

Ketiga, kebanyakan produk keuangan syariah bersifat “debt-based” atau “debt-likely”. Padahal, idealnya keuangan syariah adalah “profit-loss sharing”. Ini terlihat dari komposisi tingkat kupon sukuk yang dibayarkan masih mendasarkan pada tingkat suku bunga tertentu. Sehingga, tidak mengherankan jika AAOIFI memberikan penilaian bahwa sekitar 85% sukuk belum sesuai dengan syariah. Oleh karena itu, bagi Indonesia perlu pengembangan inovasi dan struktur sukuk yang lebih beragam.

PENGERTIAN

Obligasi syariah biasa juga disebut sukuk. Sukuk berasal dari bahasa Arab صكوك, jamak dari صك *shak*, yang berarti ‘instrumen legal, amal, cek’. Sukuk dapat pula diartikan dengan efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan, yang paling tidak terbagi atas:

1. Kepemilikan aset berwujud tertentu;

2. Nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu; atau
3. Kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu

Sedangkan menurut istilah adalah sertifikat bernilai sama yang merupakan bukti kepemilikan yang tidak dibagikan atas suatu aset, hak manfaat dan jasa-jasa atau kepemilikan atas proyek atau kegiatan investasi tertentu

Menurut The Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) mendefinisikan sukuk sebagai sertifikat bernilai sama yang merupakan bukti kepemilikan yang tidak dibagikan atas suatu aset, hak manfaat, dan jasa-jasa atau kepemilikan atas proyek atau kegiatan investasi tertentu. Sukuk pada prinsipnya mirip seperti obligasi konvensional, dengan perbedaan pokok antara lain berupa penggunaan konsep imbalan dan bagi hasil sebagai pengganti bunga, adanya suatu transaksi pendukung (*underlying transaction*) berupa sejumlah tertentu aset yang menjadi dasar penerbitan sukuk, dan adanya *aqad* atau perjanjian antara para pihak yang disusun berdasarkan prinsip-prinsip syariah. Selain itu, sukuk juga harus distruktur secara syariah agar instrumen keuangan ini aman dan terbebas dari *riba*, *gharar* dan *maysir*.

Menurut fatwa No. 32/DSN-MUI/IX/2002 yang dikeluarkan oleh Majelis Ulama Indonesia, sukuk adalah suatu surat

berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil *margin/fee*, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

Sedangkan, menurut Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan No. KEP-130/BL/2006 Tahun 2006 Peraturan No. IX.A.13, sukuk adalah efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas: kepemilikan aset berwujud tertentu, nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu, dan kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.

USHUL FIQH DAN DASAR HUKUM OBLIGASI SYARIAH (SUKUK)

Menurut Sapto Rahardjo bahwa dasar hukum obligasi syariah di Indonesia adalah sebagai berikut:²

1. Pendapat ulama tentang keharaman bunga (*interest*).
2. Pendapat ulama tentang keharaman obligasi yang penghasilannya berbentuk bunga (*kupon*).
3. Pendapat ulama tentang obligasi syariah yang menggunakan prinsip *mudarabah*,

². Sapto Rahardjo, *Panduan Investasi Obligasi*, Jakarta: Gramedia Pustaka Utama, 2003, hal 142

murabahah, musyarakah, istishna, dan salam.

4. Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 20 DSN/IV/2001 mengenai Pedoman Pelaksanaan Investasi Reksadana Syariah.
5. Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor: 32/DSN-MUI/IX/ 2002 tentang Obligasi Syariah.

Adapun isi Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor: 32/DSN-MUI/IX/ 2002 tentang Obligasi Syariah adalah (MUI:2010), *Pertama, Ketentuan Umum:*

1. Obligasi yang tidak dibenarkan menurut syariah yaitu obligasi yang bersifat utang dengan kewajiban membayar berdasarkan bunga;
2. Obligasi yang dibenarkan menurut syariah yaitu obligasi yang berdasarkan prinsip-prinsip syariah;
3. Obligasi Syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan 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.

Kedua, Ketentuan Khusus:

1. Akad yang dapat digunakan dalam penerbitan obligasi syariah antara lain:
 - a. *Mudharabah (Muqaradah)/ Qirad.*
 - b. *Musyarakah.*
 - c. *Murabahah.*

- d. *Salam.*
- e. *Istishna'.*
- f. *Ijarah.*

2. Jenis usaha yang dilakukan Emiten (*mudharib*) tidak boleh bertentangan dengan syariah dengan memperhatikan substansi Fatwa DSN-MUI Nomor 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksa Dana Syariah;

3. Pendapatan (hasil) investasi yang dibagikan Emiten (*mudharib*) kepada pemegang Obligasi Syariah *Mudharabah (shahibul mal)* harus bersih dari unsur non halal;

4. Pendapatan (hasil) yang diperoleh pemegang Obligasi Syariah sesuai akad yang digunakan;

5. Pemindahan kepemilikan obligasi syariah mengikuti akad-akad yang digunakan.

Adapun landasan hukum yang menjadi pegangan DSN-MUI dalam menetapkan bolehnya penggunaan obligasi adalah:³

1. Q.S. al-Maidah [5]: 1,

يٰۤاَيُّهَا الَّذِيْنَ ءَامَنُوْا اَوْفُوْا بِالْعُقُوْدِ ﴿١﴾

“Hai orang-orang yang beriman, penuhilah *aqad-aqad* itu...”

2. Q.S. al-Isra' [17]: 34,

وَأَوْفُوا بِالْعَهْدِ ۗ إِنَّ الْعَهْدَ كَانَ مَسْئُوْلًا ﴿٣٤﴾

³. Muhammad Firdaus, dkk. (ed.), Briefcase Book Edukasi Profesional Syariah; Konsep Dasar Obligasi Syariah, Jakarta: Renaisan, 2005, hal 77-79

“...dan penuhilah janji, sesungguhnya janji itu pasti diminta pertanggung jawaban.”

3. Q.S. al-Baqarah [2]: 275,

الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ

الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ

قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ

الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا

سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ

النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ ﴿٢٧٥﴾

“Orang-orang yang makan (mengambil) riba tidak dapat berdiri melainkan seperti berdirinya orang yang kemasukan syaitan lantaran (tekanan) penyakit gila. Keadaan mereka yang demikian itu, adalah disebabkan mereka berkata (berpendapat), sesungguhnya jual beli itu sama dengan riba, padahal Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. Orang-orang yang telah sampai kepadanya larangan dari Tuhannya, lalu terus berhenti (dari mengambil riba), maka baginya apa yang telah diambilnya dahulu (sebelum datang larangan); dan urusannya (terserah) kepada Allah. Orang yang kembali (mengambil riba), maka orang itu adalah penghuni-penghuni neraka; mereka kekal di dalamnya.”

4. H.R. at-Tirmidzi, “Perdamaian dapat dilakukan di antara kaum Muslimin kecuali perdamaian yang mengharamkan yang halal atau mengharamkan yang haram; dan kaum Muslimin terikat

dengan syarat-syarat mereka kecuali syarat yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram.”

5. H.R. Ibnu Majah, “Tidak boleh membahayakan diri sendiri dan diri orang lain.”

6. Kaidah Fiqh:

a. “Pada dasarnya semua bentuk muamalah boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkannya”;

b. “Kesulitan dapat menarik kemudahan”;

c. “Sesuatu yang berlaku berdasarkan adat/kebiasaan sama dengan sesuatu yang berlaku berdasarkan syara (selama tidak bertentangan dengan syariah).”

KARAKTER SUKUK

Adapun karakteristik obligasi syari’ah (sukuk) adalah sebagai berikut:

- Merupakan bukti kepemilikan suatu aset berwujud atau hak manfaat
- Pendapatan berupa imbalan, marjin dan bagi hasil sesuai jenis aqad yang digunakan
- Terbebas dari unsur riba, gharar dan maysir
- Memerlukan underlying asset
- Proses sesuai dengan prinsip syari’ah

TUJUAN SUKUK

- Memperluas basis sumber pembiayaan anggaran negara
- Mendorong pengembangan pasar keuangan syari’ah
- Menciptakan benchmark di pasar keuangan syari’ah
- Diversifikasi basis investor

- Mengembangkan alternatif instrumen investasi
- Mengoptimalkan pemanfaatan barang milik negara
- Memanfaatkan dana-dana masyarakat yang belum terjangkau oleh sistem perbankan konvensional

Jenis-jenis Obligasi Syariah (Sukuk)

Menurut AAOIFI (*the Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions*) via terdapat banyak jenis sukuk yang dikenal secara internasional, di antaranya:

A. Sukuk *ijarah*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *ijarah*, yang satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak guna (manfaat) suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga sewa dan periode sewa yang disepakati tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan aset itu sendiri.

Contoh skim *ijarah* bisa dilihat pada penerbitan obligasi *ijarah* Matahari Departemen Store. Perusahaan ritel ini mengeluarkan obligasi *ijarah* senilai Rp 100 miliar. Dananya digunakan untuk menyewa ruangan usaha dengan akad *wakalah*. Matahari bertindak sebagai wakil untuk melaksanakan *ijarah* atas ruangan usaha dari pemiliknya (pemegang obligasi/*investor*). Ruang usaha yang disewa adalah Cilandak Town Square di Jakarta. Ruang usaha tersebut dimanfaatkan Matahari sesuai dengan akad *wakalah*, yang atas manfaat tersebut Matahari melakukan pembayaran sewa (*fee ijarah*) dan

pokok dana obligasi. *Fee ijarah* dibayarkan setiap tiga bulan, sedangkan dana obligasi dibayarkan pada saat pelunasan obligasi. Jangka waktu obligasi tersebut selama lima tahun (M. Sigit Pramono dan A. Aziz Setiawan (2008:9).

B. Sukuk *mudarabah*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *mudarabah* yang merupakan satu bentuk kerjasama, yang satu pihak menyediakan modal (*rabb al-mal*) dan pihak lain menyediakan tenaga dan keahlian (*mudharib*), keuntungan dari kerjasama tersebut akan dibagi berdasarkan perbandingan yang telah disetujui sebelumnya. Kerugian yang timbul akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak penyedia modal.

Sebagai contoh, Berlian Laju Tanker telah menerbitkan obligasi *mudarabah* senilai Rp 100 miliar. Dananya digunakan untuk membeli kapal tanker (66%) dengan tambahan modal kerja perusahaan (34%). Obligasi berjangka waktu 5 tahun yang dicatikan di BES dan KSEI ini memperoleh keuntungan dari bagi hasil berdasarkan pendapatan perseroan dari pengoperasian kapal tanker MT Gardini atau kapal lain yang beroperasi untuk melayani Pertamina, sehingga *return*-nya berubah setiap tahun sesuai pendapatan.

C. Sukuk *musyarakah*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *musyarakah* yang merupakan suatu bentuk kerjasama antara dua pihak atau lebih untuk menggabungkan modal yang digunakan untuk

membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang telah ada atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan atau kerugian yang timbul akan ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing.

D. Sukuk *istishna'*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *istishna'* yang merupakan suatu bentuk perjanjian jual beli antara para pihak untuk pembiayaan suatu proyek. Adapun cara, jangka waktu, dan harga ditentukan oleh berdasarkan kesepakatan para pihak

Menurut Iwan P. Pontjowinoto jenis-jenis obligasi adalah sebagai berikut:

A. Menurut Jenis Pendapatan, terbagi menjadi 3 bagian, yaitu:

1. Pendapatan bagi hasil (obligasi *mudarabah*).
2. Pendapatan sewa/fee (obligasi *ijarah*).
3. Pendapatan margin (obligasi *istishna'*).

B. Menurut jenis emiten

1. Emiten korporasi (swasta maupun BUMN/D).
2. Emiten lembaga keuangan.
3. Emiten pemerintah (pusat maupun daerah).

C. Menurut jenis investor

1. Investor local (domestik).
2. Investor global (internasional).

D. Menurut kebutuhan investasi

1. Mendapatkan hasil yang teratur (*fixed income*).
2. Mendapatkan pertambahan nilai jangka panjang.

3. Mendapatkan control (penguasaan atau pemilikan).

MI. Sigit Pramono dan A. Aziz Setiawan mengemukakan paling tidak terdapat enam akad penting yang dapat menjadi basis pengembangan obligasi syariah. Empat di antaranya telah disebutkan di atas (yaitu akad *ijarah*, *mudarabah*, *musyarakah*, dan *istishna'*), dua yang lainnya adalah 1) *murabahah* yaitu akad jual beli barang yang pembeli dapat membayar harga barang yang disepakati pada jangka waktu tertentu yang telah disepakati, penjual dapat menambah margin pada harga pokok barang yang dijual tersebut; dan 2) *salam* yang merupakan kontrak jual beli barang dengan cara pemesanan dan pembayaran harga lebih dahulu dengan syarat-syarat tertentu.⁴

Dalam Kompilasi Hukum Ekonomi Syariah, Bab XXV, Pasal disebutkan bahwa "penerbitan obligasi dapat digunakan antara lain dalam transaksi: a. *mudarabah/muqaradah*; b. *qirad*; c. *musyarakah*; d. *murabahah*; e. *salam*; f. *istishna'*; dan g. *ijarah*."⁵

Ketentuan di atas sesuai dengan Fatwa Dewan Syari'ah Nasional No: 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah. Dalam ketentuan khusus fatwa tersebut nomor 1 disebutkan bahwa "Akad yang dapat digunakan dalam penerbitan obligasi syariah antara lain:

⁴Prumono, IM. Sigit dan A. Aziz Setiawan, Op.Cit

⁵ Margono, Suyud, dkk. (ed.), *Kompilasi Hukum Ekonomi Syariah*, Jakarta: Novindo Pustaka Mandiri, 2009

- a. Obligasi Mudharabah (muqaradah)/ qirad yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad mudharabah dimana satu pihak menyediakan modal dan pihak lain menyediakan tenaga dan keahlian. Keuntungan dari kerjasama tersebut akan dibagi berdasarkan perbandingan yang telah disetujui sebelumnya. Kerugian yang timbul akan ditanggung sepenuhnya oleh shohibul mal
- b. Obligasi musyarakah Yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad musyarakah dimana dua pihak atau lebih bekerjasama menggabungkan modal untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang telah ada, atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan maupun kerugian yang timbul ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing pihak
- c. Obligasi murabahah; akad jual beli barang yang pembeli dapat membayar harga barang yang disepakati pada jangka waktu tertentu yang telah disepakati, penjual dapat menambah margin pada harga pokok barang yang dijual tersebut
- d. Obligasi salam; *salam* yang merupakan kontrak jual beli barang dengan cara pemesanan dan pembayaran harga lebih dahulu dengan syarat-syarat tertentu.
- e. Obligasi istishna' Yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad istishna' dimana para pihak menyepakati jual beli dalam rangka

pembiayaan suatu proyek/barang. Adapun harga, waktu penyerahan dan spesifikasi barang/proyek ditentukan terlebih dahulu berdasarkan kesepakatan

- f. Obligasi ijarah yaitu yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad ijarah dimana satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak manfaat atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga dan periode yang disepakati, tanpa diikuti dengan pemindahan aset itu sendiri

PIHAK YANG TERLIBAT PENERBITAN SUKUK

1. **Obligor,**
adalah pihak yang bertanggung jawab atas pembayaran *imbalan* dan nilai nominal sukuk yang diterbitkan sampai dengan sukuk jatuh tempo. Dalam hal *sovereign* sukuk, obligornya adalah Pemerintah.
2. **Special Purpose Vehicle (SPV)**
adalah badan hukum yang didirikan khusus untuk penerbitan sukuk dengan fungsi:
 - a. Sebagai penerbit sukuk,
 - b. Menjadi *counterpart* Pemerintah dalam transaksi pengalihan aset,
 - c. Bertindak sebagai wali amanat (*trustee*) untuk mewakili kepentingan investor.
3. **Investor,**
adalah pemegang sukuk yang memiliki hak atas imbalan, margin, dan nilai

nominal sukuk sesuai partisipasi masing-masing.

PENGGUNAAN UNDERLYING ASSET

Penerbitan sukuk memerlukan sejumlah tertentu aset yang akan menjadi objek perjanjian (*underlying asset*). Aset yang menjadi objek perjanjian harus memiliki nilai ekonomis, dapat berupa aset berwujud atau tidak berwujud, termasuk proyek yang akan atau sedang dibangun. Fungsi *underlying asset* tersebut adalah:

- Untuk menghindari riba,
- Sebagai prasyarat untuk dapat diperdagangkannya sukuk di pasar sekunder
- Akan menentukan jenis struktur sukuk.

Dalam sukuk *Ijarah Al Muntahiyah Bittamlik* atau *Ijarah-Sale and Lease Back*, penjualan aset tidak disertai penyerahan fisik aset tetapi yang dialihkan adalah hak manfaat (*beneficial title*) sedangkan kepemilikan aset (*legal title*) tetap pada obligor. Pada akhir periode sukuk, SPV wajib menjual kembali aset tersebut kepada obligor.

PERBEDAAN OBLIGASI SYARIAH DENGAN OBLIGASI KONVENSIONAL

Menurut Hamidi bahwa dalam harga penawaran, jatuh tempo, pokok obligasi saat jatuh tempo, dan rating antara Obligasi Syariah dengan Obligasi Konvensional tidak ada bedanya.⁶ Perbedaan keduanya terdapat

⁶. Hamidi, M. Luthfi, *Jejak-jejak Ekonomi Syariah*, Jakarta: Senayang Abadi Publishing, 2003.

pada pendapatan dan *return*, yang dapat dijelaskan sebagai berikut:

| Keterangan | Obligasi Syariah | Obligasi Konvensional |
|---------------------------------|------------------|-----------------------|
| Harga Penawaran | 100% | 100% |
| Jatuh Tempo | 5 tahun | 20 tahun |
| Pokok Obligasi saat jatuh tempo | 100% | 100% |
| Pendapatan | Bagi Hasil | Bunga |

MI. Sigit Pramono dan A. Aziz Setiawan mengemukakan perbandingan kedua obligasi tersebut di atas dengan memasukkan obligasi *mudharabah* dan obligasi *ijarah* sebagai berikut.⁷

PERBANDINGAN OBLIGASI DAN SUKUK

| Keterangan | Obligasi Konvensional | Syariah Mudharabah | Syariah Ijarah |
|---------------------------------|-----------------------|---|-------------------------|
| Akad (Transaksi) | Tidak Ada | Mudharabah (Bagi Hasil) | Ijarah (Sewa/Lease) |
| Jenis Transaksi | - | Uncertainty Contract | certainty Contract |
| Sifat | Surat Hutang | Investasi | Investasi |
| Harga Penawaran | 100% | 100% | 100% |
| Pokok Obligasi saat Jatuh Tempo | 100% | 100% | 100% |
| Kupon | Bunga | Pendapatan/Bagi Hasil | Imbalan/Fee |
| Return | Float/Tetap | Indikatif berdasarkan Pendapatan/Income | Ditentukan sebelumnya |
| Fatwa Dewan Syariah Nasional | Tidak Ada | No. 33/DSN-MUI/IX/2002 | No: 41/DSN-MUI/III/2004 |

Departemen Keuangan mengemukakan perbedaan obligasi dan sukuk sebagai berikut:⁸

| Deskripsi | Sukuk | Obligasi |
|-----------------|---|----------------------------|
| Penerbit | Pemerintah, Korporasi | Pemerintah, Korporasi |
| Sifat Instrumen | Sertifikat kepemilikan/penyertaan atas suatu aset | Instrumen pengakuan hutang |
| penghasilan | Imbalan, bagi hasil, margin | Bunga/kupon, capital gain |

⁷. MI. Sigit Pramono dan A. Aziz Setiawan, p..Cit.,hal 8

⁸. Departemen Keuangan, *Mengenal Sukuk: Instrumen dan Pembiayaan Berbasis Syariah*, www.dmo.or.id, akses 17 Mei 2010

| | | |
|--------------------|---------------------------------|--------------------------|
| Jangka waktu | Pendek-menengah | Menengah-panjang |
| Underlying asset | perlu | Tidak perlu |
| Pihak yang terkait | Obligor, SPV, investor, trustee | Obligor/issuer, investor |
| price | Market price | Market price |
| Investor | Islami, konvensional | konvensional |

Selain itu, untuk mempertegas perbedaan keduanya, dapat dilihat dalam pelaksanaannya, yaitu haruslah sesuai dengan prinsip syariah dengan mekanisme sebagai berikut:

1. Obligasi syariah haruslah berdasarkan konsep syariah yang hanya memberikan pendapatan kepada pemegang obligasi dalam bentuk bagi hasil atau revenue sharing serta pembayaran utang pokok pada saat jatuh tempo
2. Obligasi syariah mudarabah yang diterbitkan harus berdasarkan pada bentuk pembagian hasil keuntungan yang telah disepakati sebelumnya serta pendapatan yang diterima harus bersih dari unsure non-halal.
3. Nisbah (rasio bagi hasil) harus ditentukan sesuai kesepakatan sebelum penerbitan obligasi tersebut.
4. Pembagian pendapatan dapat dilakukan secara periodic atau sesuai ketentuan bersama, dan pada saat jatuh tempo hal itu diperhitungkan secara keseluruhan.
5. Sistem pengawasan aspek syariah dilakukan oleh DPS atau oleh Tim Ahli syariah yang ditunjuk oleh Dewan Syariah Nasional MUI.
6. Apabila perusahaan penerbit obligasi melakukan kelalaian atau melanggar syarat perjanjian, wajib dilakukan

pengembalian dana investor dan harus dibuat surat pengakuan utang.

7. Apabila Emiten berbuat kelalaian atau cedera janji, maka pihak investor dapat menarik dananya.
8. Hak kepemilikan obligasi syariah mudarabah dapat dipindahtangankan kepada pihak lain sesuai kesepakatan akad perjanjian

PERANAN SUKUK

Adapun Peran penting penerbitan sukuk pemerintah oleh RI adalah sebagai berikut:

1. Dapat memperluas basis sumber pembiayaan anggaran belanja negara,
2. Mendorong pertumbuhan dan pengembangan pasar keuangan syari'ah dalam negeri
3. Menciptakan benchmark di pasar keuangan syariah baik dalam negeri maupun luar negeri
4. Memperluas dan mendiversifikasikan basis investor
5. Mengembangkan alternatif instrumen investasi
6. Mengoptimalkan pemanfaatan barang milik negara
7. Mengoptimalkan dana-dana masyarakat yang belum terjaring sistem keuangan konvensional

RATING OBLIGASI

Rating obligasi di Indonesia dilakukan oleh PT Pemerintah Efek Indonesia (PEFINDO) yang didirikan pada tahun 1993.

Rating dilakukan untuk mengevaluasi risiko instrument utang. Dengan demikian, saham tidak dirating oleh Pefindo. Rating dilakukan melalui dua tahap. Tahap pertama, analisis pefindo menyiapkan *review* internal terhadap perusahaan yang mengeluarkan instrumen utang. Analisis tersebut kemudian menyajikan *review* ke manajemen Pefindo untuk didiskusikan. Tahap kedua, rekomendasi rating diberikan kepada komite rating kemudian akan menentukan rating perusahaan tersebut. Komite rating terdiri dari analisis dan manajemen Pefindo, ditambah dua orang dari luar Pefindo dengan tujuan untuk menjaga objektivitas, profesionalisme, dan independensi rating. Tabel berikut ini menyajikan rating obligasi.⁹

| Rating | Keterangan |
|--------|--|
| AAA | Instrumen utang dengan risiko sangat rendah. Tingkat pengembalian teramat baik (excellent); perubahan pada kondisi keuangan, bisnis, atau ekonomi tidak akan berpengaruh secara signifikan terhadap risiko investasi. |
| AA | Instrumen utang dengan risiko sangat rendah. Tingkat pengembalian yang sangat baik; perubahan pada kondisi keuangan, bisnis, atau ekonomi barangkali akan berpengaruh terhadap risiko investasi, tetapi tidak terlalu besar. |
| A | Pengembalian utang dengan risiko rendah. Tingkat pengembalian baik; meskipun perubahan pada kondisi keuangan, bisnis, atau ekonomi akan meningkatkan risiko investasi. |
| BBB | Tingkat pengembalian yang memadai. Perubahan pada kondisi pada kondisi keuangan, bisnis, atau ekonomi mempunyai kemungkinan besar meningkatkan risiko investasi dibandingkan dengan kategori yang lebih tinggi. |

⁹. Hanafi, Mamduh M., *Manajemen Keuangan*, Yogyakarta, Badan Penerbit Fakultas Ekonomi (BPFE) UGM, 2004, hal 476 - 477

| | |
|---------|---|
| BB | Investasi. Perusahaan mempunyai kemampuan membayar bunga dan pokok pinjaman, tetapi kemampuan tersebut rawan terhadap perubahan pada kondisi ekonomi, bisnis, dan keuangan. |
| B | Instrumen untuk saat ini mengandung risiko investasi. Tingkat pengembalian tidak terlindungi secara memadai terhadap kondisi ekonomi, bisnis, dan keuangan. |
| C | Instrumen keuangan yang bersifat spekulatif dengan kemungkinan besar bangkrut. |
| D | Instrumen keuangan sedang default/bangkrut. |
| Catatan | Tanda + atau - bisa ditambahkan di belakang rating untuk menegaskan tingkat rating lebih lanjut. Sebagai contoh, suatu perusahaan barangkali mempunyai rating A+, yang berarti rating A tingkat atas. |

Daftar Bacaan

- Husein Syahatah dan Athiyah Fayyadh, *"Bursa Efek; Tuntutan Islam dalam Transaksi di Pasar Modal"*, Terjemahan A. Syakur, Surabaya; Pustaka Progressif, 2004.
- Sofiniyah Ghuftron (penyunting), *"Briefcase book Edukasi Profesional Syariah Konsep Dasar Obligasi Syari'ah"* Jakarta: Renaisan 2005
- Hasil Diskusi dalam Sosialisasi Sukuk Departemen Keuangan di Hotel Graha Santika Semarang Januari 2009.
- Bapepam, *"Panduan Investasi di Pasar Modal Indonesia"*, bekerjasama dengan Japan International Cooperation Agency, Jakarta, 2003
- Fatwa DSN Majelis Ulama Indonesia No. 32/DSN-MUI/IX/2002 Tentang Sukuk
- Anis Baridwan, *Perkembangan Obligasi Syari'ah*, Disampaikan pada diskusi MES, Jakarta 2003
- Undang – Undang Republik Indonesia Nomor 19 Tahun 2008 Tentang Surat Berharga Syari'ah Negara

- Beik, Irfan Syauqi, *Menyambut SUN Syariah*, www.PesantrenVirtual.com, akses Maret 2007.
- Dunil, Z., *Kamus Istilah Perbankan Indonesia*, Jakarta: Gramedia Pustaka Utama, 2004.
- Departemen Keuangan, *Mengenal Sukuk: Instrumen dan Pembiayaan Berbasis Syariah*, www.dmo.or.id, akses 17 Mei 2010.
- Firdaus, Muhammad, dkk. (ed.), *Briefcase Book Edukasi Profesional Syariah; Konsep Dasar Obligasi Syariah*, Jakarta: Renaisan, 2005.
- Hamidi, M. Luthfi, *Jejak-jejak Ekonomi Syariah*, Jakarta: Senayang Abadi Publishing, 2003.
- Hanafi, Mamduh M., *Manajemen Keuangan*, Yogyakarta: Badan Penerbit Fakultas Ekonomi (BPFE) UGM, 2004.
- Huda, Nurul dan Mustafa Edwin Nasution, *Investasi pada Pasar Modal Syariah*, Jakarta: Kencana, 2007.
- Majelis Ulama Indonesia, *Fatwa-fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia*, mui-online@mui.or.id, akses Januari 2010.
- Manan, Abdul, *Obligasi Syariah*, www.obligasisyariah, akses 06-05-2010.
- Margono, Suyud, dkk. (ed.), *Kompilasi Hukum Ekonomi Syariah*, Jakarta: Novindo Pustaka Mandiri, 2009.
- Pramono, IM. Sigit dan A. Aziz Setiawan, *Peran Obligasi Syariah dalam Pengembangan Infrastruktur*, 2008, [www.Konsultasi Muamalat](http://www.KonsultasiMuamalat), akses 06-05-2010.
- Rahardjo, Sapto, *Panduan Investasi Obligasi*, Jakarta: Gramedia Pustaka Utama, 2003.
- Sudarsono dan Edilius, *Kamus Ekonomi Uang & Bank*, Jakarta: Rineka Cipta, 2001.
- Wikipedia Indonesia, *Sukuk*, www.wikipediaIndonesia.obligasisyariah, akses 06-05-2010.
- Winarno, Sigit, dan Sujana Ismaya, *Kamus Besar Ekonomi*, Bandung: Pustaka Grafika, 2003.