

KOMPARASI OBLIGASI DAN SUKUK SEBUAH TINJAUAN FENOMENOLOGIS

Oleh: Najmuddin dan Faisal Amri

ABSTRAK

Dewasa ini dunia perekonomian Islam dimarakkan dengan terbitnya sukuk, yang seringkali disamakan dengan obligasi yang sudah lama muncul dalam dunia perekonomian konvensional. studi ini diproyeksikan untuk mengkomparasi sukuk dan obligasi, agar nampak perbedaan mendasar antara dua surat berharga tersebut.

Kata kunci: *sukuk, obligasi*

A. Pendahuluan

Obligasi merupakan salah satu instrument keuangan yang cukup menarik bagi kalangan investor, baik individu maupun institusi. Sebelum lebih jauh, sebaiknya dipahami dulu arti obligasi secara umum. Obligasi adalah surat utang jangka panjang yang diterbitkan oleh suatu lembaga, dengan nilai nominal (nilai pari/*par value*) dan jatuh tempo tertentu. Penerbitan obligasi bisa perusahaan swasta, BUMN/BUMD atau pemerintah, baik pemerintah pusat maupun daerah. Salah satu jenis obligasi yang diperdagangkan di pasar modal kita saat ini adalah obligasi kupon (*coupon bond*) dengan tingkat bunga tetap selama masa berlaku obligasi.

Obligasi mengalami perkembangan yang berarti sebagai instrument keuangan dimulai pada periode tahun 2000. Hal ini disebabkan oleh pengetatan prosedur peminjaman di lembaga keuangan, yang menyebabkan kalangan pebisnis melirik instrument pendanaan lain. Perusahaan meminjam dana dari kalangan investor untuk melakukan ekspansi usaha atau kebutuhan lain. Sebagai imbal balik, perusahaan akan memberikan tingkat bunga atau kupon yang

akan dibayarkan 6 bulanan atau tahunan. Dari sisi prosedur, langkah ini dirasa lebih muda dari pada proses peminjaman ke lembaga keuangan.

Keinginan masyarakat untuk berinvestasi ke dalam obligasi dalam perkembangannya cukup besar. Hal ini tercermin dari tingginya permintaan atas obligasi dalam setiap pelaksanaan emisi yang sudah dilakukan, bahkan ada beberapa perusahaan yang harus melakukan penjatahan akibat tingginya permintaan dibandingkan dengan jumlah obligasi yang ditawarkan (*over subscribe*).

Sistem keuangan syariah kontemporerpun tidak mau ketinggalan dengan adanya terobosan baru dalam dunia keuangan Islam akhirnya sukuk atau obligasi syariah hadir, Perkembangan sukuk di Indonesia dimulai sejak 2002 dan terus mengalami kemajuan, dimana tahun ini undang-undang sukuk atau dikenal dengan SBSN (Surat Berharga Hutang Negara) telah disahkan oleh parlemen. Sejak penerbitan sukuk korporasi yang pertama tersebut, selalu berakhir dengan *over subscription*.

Fatwa dewan syari'ah Nasional No. 32/DSN-MUI/IX/2002, tentang Obligasi syariah adalah surat berharga berjangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah, tersebut berupa bagi hasil/margin/fee, serta membyar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.”

Karakteristik dan istilah sukuk merupakan pengganti dari istilah sebelumnya yang menggunakan istilah bond, dimana istilah bond mempunyai makna loan (hutang), dengan menambahkan Islamic maka kontradiktif maknanya karena biasanya yang mendasari mekanisme hutang (loan) adalah interest, sedangkan

dalam Islam interest tersebut termasuk riba yang diharamkan. Untuk itu sejak tahun 2007 istilah bond ditukar dengan istilah Sukuk sebagaimana disebutkan dalam peraturan di Bapepam LK.

Sukuk bukan merupakan utang berbunga tetap, tetapi lebih merupakan penertaan dana (investasi) yang didasarkan pada prinsip bagi hasil jika menggunakan akad mudharabah dan musyarakah. Transaksinya bukan akad hutang piutang melainkan penyertaan.

B. Pengertian Obligasi

Obligasi berasal dari bahasa latin obligare yang berarti ikatan kewajiban. Obligasi merupakan istilah yang dipergunakan dalam dunia keuangan yang merupakan sertifikat yang berisi kontrak antara investor dan perusahaan, yang menyatakan bahwa investor/pemegang obligasi tersebut telah meminjamkan uang kepada perusahaan. Perusahaan yang menerbitkan obligasi tersebut mempunyai kewajiban untuk membayar bunga secara reguler sesuai dengan jangka waktu yang telah ditetapkan serta pokok pinjaman saat jatuh tempo. Besarnya persentase pembayaran didasarkan atas nilai nominalnya atau disebut pembayaran kupon (coupon). Kupon merupakan penghasilan bunga obligasi yang didasarkan atas nilai nominal yang dilakukan berdasarkan perjanjian, biasanya setiap tahun atau setiap semester atau triwulanan. Penentuan tingkat kupon obligasi biasanya ditentukan berdasarkan tingkat suku bunga. Setelah obligasi memasuki masa jatuh tempo (maturity), pemilik

obligasi akan menerima pokok pinjaman dan satu kali pembayaran kupon.¹

Dari pengertian di atas dapat diketahui bahwa obligasi adalah surat utang yang dikeluarkan oleh emiten (bisa berupa badan hukum atau perusahaan, bisa juga dari pemerintah) yang memerlukan dana untuk kebutuhan operasional maupun ekspansi dalam memajukan investasi yang mereka laksanakan. Investasi dengan cara menerbitkan obligasi memiliki potensial keuntungan lebih besar dari produk perbankan. Keuntungan berinvestasi dengan cara menerbitkan obligasi akan memperoleh bunga dan kemungkinan adanya *capital gain*.

Ketentuan lain yang juga dicantumkan dalam obligasi adalah identitas pemegang obligasi, pembatasan-pembatasan atas tindakan hukum yang dilakukan oleh penerbit. Obligasi pada umumnya diterbitkan untuk suatu jangka waktu tetap diatas 10 tahun. Surat utang berjangka waktu 1 hingga 10 tahun disebut “surat utang”. Di Indonesia, surat utang berjangka waktu 1 hingga 10 tahun yang diterbitkan oleh pemerintah yang disebut dengan Surat Utang Negara (SUN).

Sebagai suatu efek, obligasi dapat diperdagangkan di pasar modal. Ada dua jenis pasar obligasi. Pertama, pasar perdana, yaitu pasar yang merupakan tempat obligasi diperdagangkan saat mulai diterbitkan. Salah satu persyaratan ketentuan pasar modal adalah obligasi harus dicatat di bursa efek untuk ditawarkan kepada masyarakat. Kedua, pasar sekunder, yaitu tempat obligasi

¹ Panduan Investasi di Pasar Modal Indonesia (Jakarta: Bapepam dan Japan International Cooperation Agency, 2003), hlm. 13.

diperdagangkan setelah diterbitkan dan tercatat di bursa, perdagangan akan dilakukan secara Over the Counter (OTC), artinya tidak ada tempat perdagangan secara fisik. Pemegang obligasi serta pihak yang ingin membelinya akan berinteraksi dengan online trading atau telpon.²

Dari uraian di atas, dapat diketahui bahwa obligasi sebagaimana juga sekuritas pendapatan tetap yang lain (fixed income securities), memiliki beberapa karakteristik. Pertama, obligasi merupakan surat berharga yang mempunyai kekuatan hukum. Kedua, memiliki jangka waktu tertentu atau masa jatuh tempo sebagaimana yang tersebut dalam surat obligasi. Ketiga, obligasi dapat memberikan pendapatan tetap secara periodik melalui pembayaran kupon (coupon). Keempat, ada nilai nominal yang disebut dengan nilai pari, par-value, stated value, face value, atau nilai kupon.

C. Jenis-jenis Obligasi

Setiap obligasi mempunyai struktur yang berbeda-beda. Obligasi terdiri dari berbagai macam klasifikasi. Beberapa jenis obligasi dapat ditinjau dari sisi penerbit, sistem pembayaran bunga, hak penukaran/opsi, dan sisi jaminan/ collateral. Penjelasan atas jenis obligasi adalah sebagai berikut:³

²Ibid, hlm. 30

³Veithzal Rivai, dkk., Bank and Financial Institution Management (Jakarta: Rajagrafindo Persada, 2007), hlm. 972-979.

1. Ditinjau dari sisi penerbit:
 - a) Corporate bonds, yaitu obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan, baik berbentuk badan usaha milik negara maupun swasta.
 - b) Government bonds, yaitu obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah.
 - c) Municipal bonds, yaitu obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah daerah.
2. Ditinjau dari sistem pembayaran bunga:
 - a) Zero coupon bonds, yaitu obligasi yang tidak melakukan pembayaran bunga secara periodik.
 - b) Coupon bonds, yaitu obligasi dengan kupon yang dapat diuangkan secara periodik sesuai dengan ketentuan penerbitnya.
 - c) Fixed coupon bonds, yaitu obligasi dengan tingkat kupon bunga yang ditentukan sebelum jangka waktu tersebut, berdasarkan acuan (benchmark)
 - Floating coupon bonds, yaitu obligasi dengan tingkat bunga yang ditentukan sebelum jangka waktu tersebut, berdasarkan acuan yaitu rata-rata tertimbang tingkat suku bunga deposito bank pemerintah dan swasta.
3. Ditinjau dari hak penukaran/opsi:
 - a) Convertible bonds, yaitu obligasi yang memberikan hak kepada pemegang obligasi untuk mengkonversikan obligasi tersebut kedalam sejumlah saham milik penerbitnya.
 - b) Exchangable bonds, yaitu obligasi yang memberikan hak kepada pemegang obligasi untuk menukar saham perusahaan

ke dalam sejumlah saham perusahaan afiliasi milik penerbitnya.

- c) *Callable bonds*, yaitu obligasi yang memberikan hak kepada emiten untuk membeli kembali obligasi pada harga tertentu sepanjang umur obligasi.
 - d) *Putable bonds*, yaitu obligasi yang memberikan hak kepada investor yang mengharuskan emiten membeli kembali obligasi pada harga tertentu sepanjang umur obligasi tersebut.
 - e) *Serial bonds*, yaitu obligasi yang metode pelunasannya dilakukan secara bertahap sesuai tanggal jatuh tempo yang dijadwalkan pada periode tertentu sampai pelunasan keseluruhan obligasi.
 - f) *Perpetual bonds*, yaitu obligasi yang tidak memiliki waktu jatuh tempo, tidak dapat ditebus serta mempunyai kewajiban membayar pendapatan bunga tetap (*annuity bond*).
4. Ditinjau dari segi jaminan/collateral:
- a) *Secured bonds*, yaitu obligasi yang dijamin dengan kekayaan tertentu milik penerbitnya atau dengan jaminan lain dari pihak ketiga.
 - b) *Unsecured bonds*, yaitu obligasi yang tidak dijamin dengan kekayaan tertentu tetapi dijamin dengan kekayaan penerbitnya secara umum.

D. Pengertian Sukuk

Obligasi syariah di dunia internasional dikenal dengan nama sukuk. Kata sukuk dapat ditelusuri dengan mudah pada literatur

Islam komersial klasik. Sukuk berasal dari bahasa Arab “sak” (tunggal) dan “sukuk” (jamak) yang memiliki arti mirip dengan sertifikat atau note. Dalam pemahaman praktisnya, sukuk merupakan bukti (claim) kepemilikan⁴

Dalam Fatwa DSN-MUI Nomor 32/DSN- MUI/IX/2002, DSN masih menggunakan istilah obligasi syariah, belum menggunakan istilah sukuk Mengacu pada fatwa tersebut, yang dimaksud dengan obligasi syariah adalah “suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syari’ah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syari’ah berupa bagi hasil/margin/fee, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo”.⁵

Pada awalnya, penggunaan istilah “obligasi syariah” sendiri dianggap kontradiktif. Obligasi sudah menjadi kata yang tak lepas dari bunga sehingga tidak dimungkinkan untuk disyariahkan. Namun sebagaimana pengertian bank syariah adalah bank yang menjalankan prinsip syariah, tetap menghimpun dan menyalurkan dana, tetapi tidak dengan dasar bunga, demikian juga adanya pergeseran pengertian pada obligasi, yang kemudian memunculkan istilah sukuk untuk obligasi syariah. Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) mendefinisikan sukuk sebagai sertifikat dari suatu nilai yang

⁴ Iggi H. Achsien, *Investasi Syariah di Pasar Modal: Menggagas Konsep dan Praktek Manajemen Portofolio Syariah* (Jakarta: Gramedia Pustaka Utama, 2003), hlm. 16.

⁵ Tim Penulis Dewan Syariah Nasional MUI, *Himpunan Fatwa Dewan Syariah Nasional* (Jakarta: PT Intermedia, 2006), hlm. 264-279.

direpresentasikan setelah penutupan pendaftaran, bukti terima nilai sertifikat dan menggunakannya sesuai rencana, sama halnya dengan bagian dan kepemilikan atas aset yang tangible, barang, atau jasa, atau modal dari suatu proyek tertentu atau modal dari suatu aktivitas investasi tertentu.⁶

Secara umum sukuk dapat dipahami sebagai obligasi yang sesuai dengan syariah. Dalam bentuk sederhana, sukuk pada dasarnya merupakan sertifikat investasi atas klaim

kepemilikan dari suatu aset. Klaim atas sukuk tidak atas dasar cash flow tetapi klaim atas kepemilikan terhadap aset. Dalam pengaplikasiannya, praktek sukuk berlandaskan pada akad- akad (underlying transaction). Suatu proses pemindahan kepemilikan dari underlying asset kepada sejumlah besar investor melalui sertifikat yang menggambarkan nilai proporsional dari aset yang dimaksud.

E. Sukuk dalam Lintasan Sejarah

Sesungguhnya, sukuk bukan merupakan istilah yang baru dalam sejarah Islam. Istilah tersebut sudah dikenal sejak abad pertengahan, dimana umat Islam menggunakannya dalam konteks perdagangan internasional. Sukuk dipergunakan sebagai dokumen yang menunjukkan kewajiban finansial yang timbul dari usaha perdagangan dan aktivitas komersial lainnya. Bahkan sejumlah penulis Barat yang memiliki perhatian terhadap sejarah Islam, menyatakan bahwa sakk inilah yang menjadi akar kata “cheque”

⁶Nathif J. Adam dan Abdulkader Thomas, *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk – Overview of the sukuk market* www.euromoneybooks.com

dalam bahasa latin, yang telah menjadi sesuatu yang lazim dipergunakan dalam transaksi dunia perbankan kontemporer.⁷

Sukuk secara luas digunakan oleh kaum Muslim di Timur Tengah sebagai surat yang menggambarkan kewajiban keuangan yang berasal dari perdagangan dan kegiatan komersial lainnya. Fakta empiris membuktikan bahwa sukuk secara nyata digunakan secara luas oleh masyarakat muslim pada abad pertengahan, dalam bentuk surat berharga yang mewakili kewajiban pembiayaan yang berasal dari perdagangan dan kegiatan komersial lainnya. Dalam perkembangannya, The Islamic Jurispudence Council (IJC) kemudian mengeluarkan fatwa yang mendukung berkembangnya sukuk. Hal tersebut mendorong Otoritas Moneter Bahrain (Bahrain Monetary Agency) untuk meluncurkan salam sukuk berjangka waktu 91 hari dengan nilai 25 juta dolar AS pada tahun 2001. Selanjutnya, penerbitan sukuk di pasar internasional terus bermunculan. Tidak ketinggalan, pemerintahan di dunia Islam pun mulai melirik hal tersebut, termasuk Indonesia yang telah mengeluarkan Undang-Undang Surat Berharga Syariah Nasional (SBSN) pada bulan Mei tahun 2008

F. Jenis-jenis Sukuk

Sukuk sebagai bentuk pendanaan (financing) sekaligus investasi (investment) memungkinkan beberapa bentuk struktur akad yang dapat ditawarkan untuk menghindari riba. Dalam menerapkan

⁷Mustafa Edwin Nasution dan Nurul Huda, *Investasi pada Pasar Modal Syariah* (Jakarta: Prenada Media, 2007), hlm. 122.

akad-akad pada transaksi keuangan modern terdapat 4 prinsip dalam perikatan secara syariah yang perlu diperhatikan, yaitu:⁸

1. Tidak semua akad bersifat mengikat kedua belah pihak (aqad lazim), karena ada kontrak yang hanya mengikat satu pihak (aqad jaiz).
2. Dalam melaksanakan akad harus dipertimbangkan tanggung jawab yang berkaitan dengan kepercayaan yang diberikan kepada pihak yang dianggap memenuhi syarat untuk memegang kepercayaan secara penuh (amin) dengan pihak yang masih perlu memenuhi kewajiban sebagai penjamin (damin).
3. Larangan mempertukarkan kewajiban (dayn) melalui transaksi penjualan sehingga menimbulkan kewajiban (dayn) baru atau yang disebut bay' al dayn bi al dayn.
4. Akad yang berbeda menurut tingkat kewajiban yang masih bersifat janji (*wa'd*) dengan tingkat kewajiban yang berupa sumpah (*'ahd*). Di antara akad-akad muamalat yang dapat diaplikasikan dalam sukuk adalah mudharabah (*Trust Financing/Trust Investment*), murabahah (*Sale and Purchase*), musyarakah (*Partnership, Project Financing Participation*), salam (*In-front Payment Sale*), istisna' (*Purchase by Order or Manufacture*), ijarah (*Financial Lease Concept*).⁹

⁸Frank E. Vogel dan Samuel L. Hayes, *Islamic Law and Finance: Religion, Risk and Return* (Kluwer Law International, 1998), hlm. 85.

⁹Husein Syahatah, dkk., *Bursa Efek: Tuntunan Islam dalam Bertransaksi di Pasar Modal* (Jakarta: Pustaka Progresif, 2004), hlm. 22.

Jenis-jenis sukuk dapat dikategorikan berdasarkan akad yang mendasari penerbitan sukuk tersebut, yaitu:¹⁰

1. Sukuk Mudharabah

Sukuk mudharabah adalah sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad mudharabah, di mana satu pihak menyediakan modal (rab al-maal) 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 yang menjadi penyedia modal. Pihak pemegang sukuk berhak mendapat bagian dari keuntungan atau menanggung bagian dari kerugian tanpa ada jaminan atas keuntungan serta tidak ada jaminan untuk bebas dari kerugian. Sukuk atau sertifikat mudharabah dapat menjadi instrumen dalam meningkatkan partisipasi publik pada kegiatan investasi dalam suatu perekonomian. Jenis ini merupakan sertifikasi yang mewakili proyek atau kegiatan yang dikelola berdasarkan prinsip mudharabah dengan menunjuk partner atau pihak lain sebagai mudharib untuk manajemen bisnis.

2. Sukuk Musyarakah

Sukuk musyarakah yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad musyarakah, di mana dua pihak atau lebih bekerjasama menggabungkan modal untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang telah ada, atau membiayai kegiatan

¹⁰Ali Muhyiddin, Buh } u > s \ fi > al-Iqtis } a > d al-Isla > mi > (Beirut: Da>r al-Basyair al-Isla>mi>, 2002), hlm. 341-350

usaha. Keuntungan maupun kerugian yang timbul ditanggungbersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing pihak.

3. Sukuk Murabahah

Sukuk murabahah adalah obligasi syariah berdasarkan akad murabahah. Murabahah adalah kontrak jual beli di mana penjual menjual barangnya kepada pembeli seharga harga beli ditambah margin keuntungan.

4. Sukuk Salam

Salam adalah kontrak dengan pembayaran harga dimuka, yang dibuat untuk barang-barang yang dikirim kemudian. Tidak diperbolehkan menjual komoditas yang diurus sebelum menerimanya. Untuk itu, penerima tidak boleh menjual kembali komoditas salam sebelum menerimanya, akan tetapi ia boleh menjual kembali komoditas tersebut dengan kontrak yang lain yang paralel dengan kontrak pertama. Dalam kasus ini, kontrak pertama dan kedua harus independen satu sama lain. Spesifikasi dari barang dan jadwal pengiriman dari kedua kontrak harus sesuai satu sama lain, tetapi kedua kontrak dapat dilakukan secara independen.

5. Sukuk Istisna'

Sukuk istisna' yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad istisna' di mana para pihak menyepakati jual-beli dalam rangka pembiayaan suatu proyek/barang. Adapun harga, waktu penyerahan, dan spesifikasi barang/proyek ditentukan lebih

dahulu berdasarkan kesepakatan. Istisna' adalah perjanjian kontrak untuk barang-barang industri yang memperbolehkan pembayaran tunai dan pengiriman di masa depan atau pembayaran di masa depan dan pengiriman di masa depan dari barang-barang yang dibuat berdasarkan kontrak tertentu. Hal ini dapat digunakan untuk menghasilkan fasilitas pembiayaan pembangunan pabrik, jembatan, dan sebagainya.

6. Sukuk Ijarah

Sukuk Ijarah yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan akad ijarah di mana 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 kepemilikan aset itu sendiri. Sukuk ijarah adalah sekuritas yang mewakili kepemilikan aset yang keberadaannya jelas dan diketahui, yang melekat pada suatu kontrak sewa beli (lease), dimana pembayaran return pada pemegang sukuk.

Bila ditinjau dari aspek akad, sukuk dapat dimodifikasi keberbagai jenis, seperti sukuk mudharabah, musyarakah, murabahah, salam, istisna', ataupun ijarah, namun di antara prinsip-prinsip instrumen sukuk ini yang paling banyak dipergunakan adalah sukuk dengan instrumen prinsip mudharabah dan ijarah.¹¹ Hingga saat ini, sukuk mudharabah dan sukuk ijarah lebih populer dalam perkembangan obligasi syariah, termasuk di Indonesia. Kedua sukuk tersebut mempunyai kelebihan masing-masing. Bagi investor, sukuk

¹¹Muhammad Firdaus, dkk., *Konsep Dasar Obligasi Syariah* (Jakarta: Renaisan, 2005), hlm. 29

ijarah lebih aman dibandingkan sukuk mudharabah, karena dalam kondisi apa pun, investor pasti akan memperoleh keuntungan berupa sewa yang dibayarkan oleh emiten sukuk. Sementara itu, investor sukuk mudharabah justru bisa ikut menanggung rugi. Ini terjadi jika perusahaan penerbit sukuk mengalami kerugian. Meskipun demikian, sukuk mudharabah bisa memberikan keuntungan yang jauh lebih besar dibandingkan sukuk ijarah. Agar struktur sukuk yang ditawarkan terhindar dari riba, maka sukuk akan memberikan¹²:

1. Bagi hasil berdasarkan akad mudharabah atau musyarakah. Karena akad mudharabah atau musyarakah adalah kerja sama dengan skema bagi hasil pendapatan atau keuntungan, sukuk jenis ini akan memberikan return dengan penggunaan term *indicative/ expected return* karena sifatnya yang *floating* dan tergantung pada kinerja pendapatan yang dibagihasilkan.
2. Margin/fee berdasarkan akad murabahah atau *istisna'* atau ijarah. Dengan akad murabahah atau *istisna'* sebagai bentuk jual beli dengan skema *cost plus basis*, sukuk jenis ini akan memberikan *fixed return*. Sedangkan bila ditinjau dari sifat-sifat umum sukuk, maka kualitasnya sama dengan semua pasar sekuritas lain yang berorientasi aset keuangan konvensional, di mana sukuk:¹³
 - a) Dapat diperdagangkan. Sukuk mewakili pihak pemilik aktual dari aset yang jelas atau manfaat aset yang dapat diperdagangkan pada harga pasar.

¹²Mustafa Edwin Nasution dan Nurul Huda, *Investasi*, hlm. 88.

¹³*Ibid*, hlm. 124.

- b) Dapat diperingkat. Sukuk dapat diperingkat dengan mudah oleh agen pemberi peringkat regional dan internasional.
- c) Dapat ditambah. Sebagai tambahan terhadap aset utama atau kegiatan bisnis, sukuk dapat dijamin dengan bentuk kolateral berlandaskan syariah.
- d) Fleksibilitas hukum. Sukuk dapat distruktur dan ditawarkan secara nasional dan global.
- e) Dapat ditebus. Sukuk diperbolehkan untuk kemungkinan penebusan.

G. Diferensiasi Obligasi dan Sukuk

Secara prinsipil perbedaan antara obligasi dan sukuk adalah prinsip-prinsip syariah menjadi acuan dasar yang harus diikuti. Semenjak ada konvergensi pendapat bahwa bunga adalah riba, maka instrumen-instrumen yang mempunyai komponen bunga (interest-bearing instruments) keluar dari daftar investasi halal.

Berbeda dengan konsep obligasi yang bersifat hutang dengan kewajiban membayar berdasarkan bunga, sukuk merupakan suatu surat berharga berjangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang sukuk yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang sukuk berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dana sukuk pada saat jatuh tempo.¹⁴

Di samping itu, sukuk dan obligasi sangat berbeda karena obligasi konvensional tidak mengharuskan adanya aset yang

¹⁴Lutfi Hamidi, *Jejak-jejak Ekonomi Syariah* (Jakarta: Senayan Abadi Publising, 2003), hlm. 275.

menjamin sedangkan sukuk harus memiliki aset yang menjaminkannya. Obligasi adalah kontrak kewajiban utang di mana yang mengeluarkannya secara kontrak berkewajiban membayar kepada pemilik obligasi pada tanggal tertentu, bunga dan pokok. Sementara itu sukuk adalah klaim atas kepemilikan pada underlying aset. Konsekuensinya, pemilik sukuk berhak atas bagian dari penghasilan yang dihasilkan oleh aset sukuk sama halnya dengan hak atas kepemilikan pada saat proses realisasi aset sukuk. Skema bagi hasil semacam ini sangat berbeda dengan obligasi, terutama dalam hal kepastian bagi hasil atau bunga yang diperoleh pemilik dana. Dalam hal harga penawaran, jatuh tempo, pokok obligasi saat jatuh tempo, dan rating antara sukuk dan obligasi tidak adabedanya. Perbedaan antara sukuk dan obligasi dapat dijelaskan sebagai berikut:

Pertama, dari sisi orientasi, obligasi hanya memperhitungkan keuntungannya semata. Tidak demikian bagi sukuk, disamping memperhatikan keuntungan, sukuk juga harus memperhatikan pula sisi halal haram, artinya setiap investasi yang ditanamkan dalam sukuk harus pada produk-produk yang sesuai dengan prinsip syariah. 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.

Kedua, keuntungan obligasi didapatkan dari besaran bunga yang ditetapkan, sedangkan keuntungan sukuk akan diterima dari besarnya margin/fee yang ditetapkan ataupun dengan sistem bagi hasil yang didasarkan atas aset dan produksi.

Ketiga, sukuk di setiap transaksinya ditetapkan berdasarkan akad, di antaranya adalah akad mudarabah, musyarakah, murabahah, salam, istisna', dan ijarah. Dana yang dihimpun tidak dapat diinvestasikan ke pasar uang dan atau spekulasi di lantai bursa. Sedangkan untuk obligasi tidak terdapat akad di setiap transaksinya. Dari sisi investasi, sukuk lebih kompetitif dibanding obligasi, karena:¹⁵

1. Kemungkinan perolehan dari bagi hasil pendapatan lebih tinggi daripada obligasi konvensional yang berbasis bunga.
2. Sukuk lebih aman karena untuk membiayai proyek prospektif.
3. Bila mengalami kerugian (di luar kontrol), investor tetap memperoleh aktiva.
4. Terobosan paradigma, bukan lagi surat utang, melainkan surat investasi.

H. Komparasi Skema Harga

Obligasi dan Sukuk Berbeda dengan harga saham yang dinyatakan dalam bentuk mata uang, harga obligasi dinyatakan dalam persentase (%), yaitu persentase dari nilai nominal. Ada 3 (tiga) kemungkinan harga pasar dari obligasi yang ditawarkan, yaitu:¹⁶

- Par (nilai Pari): Harga Obligasi sama dengan nilai nominal.
Misal: Obligasi dengan nilai nominal Rp 50 juta dijual pada

¹⁵ Abdul Manan, Obligasi Syariah, www.badilag.net diakses tgl 15 Oktober 2011.

¹⁶ Mengenal Obligasi, www.indonesian stock exchange.co.id diakses tgl 15 Oktober 2011.

harga 100%, maka nilai obligasi tersebut adalah $100\% \times \text{Rp } 50 \text{ juta} = \text{Rp } 50 \text{ juta}$.

- At premium (dengan Premi): Harga Obligasi lebih besar dari nilai nominal. Misal: Obligasi dengan nilai nominal Rp 50 juta dijual dengan harga 102%, maka nilai obligasi adalah $102\% \times \text{Rp } 50 \text{ juta} = \text{Rp } 51 \text{ juta}$.
- At discount (dengan Diskon): Harga Obligasi lebih kecil dari nilai nominal. Misal: Obligasi dengan nilai nominal Rp 50 juta dijual dengan harga 98%, maka nilai dari obligasi adalah $98\% \times \text{Rp } 50 \text{ juta} = \text{Rp } 49 \text{ juta}$. Dalam instrumen obligasi, bunga sangat mempengaruhi permintaan obligasi. Perusahaan yang meminjam dana melalui obligasi akan memberikan pendapatan kepada investor berupa bunga atau kupon. Semakin tinggi tingkat suku bunga semakin sedikit orang membeli obligasi, dan semakin rendah suku bunga semakin banyak orang yang akan berinvestasi dengan membeli obligasi. Para investor melakukan berbagai teknik analisis dalam menentukan investasi, di mana semakin tinggi kemungkinan suatu perusahaan menghasilkan laba dan semakin kecil risiko yang dihadapi maka semakin tinggi pula permintaan investor untuk menanamkan modalnya di perusahaan tersebut. Sedangkan instrumen sukuk dijual pada harga nominal pelunasan jatuh temponya (at maturity par value) di pasar perdana. Harga yang disepakati sesuai dengan harga nominal (par value). Dalam transaksi ini tidak terjadi diskon dari nilai obligasi karena hal ini bisa menjadi pintu bagi riba. Karena instrumen sukuk diperdagangkan di pasar perdana, maka prinsip dasarnya

adalah semua efek harus berbasis pada harta atau transaksi riil, tidak boleh menerbitkan efek utang untuk membayar kembali utang (bay al-dayn bi al-dayn), dana atau hasil penjualan efek akan diterima oleh perusahaan dan hasil investasi akan diterima pemodal.

Pada prinsipnya penerbit sukuk memiliki kewajiban finansial kepada investor untuk mengembalikan pokok penyertaan ditambah bagi hasil dari keuntungan. Peluang mendapatkan bagi hasil inilah, oleh investor bisa dialihkan ke pihak lain melalui mekanisme al-hawalah (pengalihan piutang dengan tanggungan bagi hasil). Dalam kaitan ini mayoritas ulama sepakat membolehkan al-hawalah pada satu bentuk kewajiban finansial.

Atas dasar landasan syariah al-hawalah, maka di pasar modal syariah tidak ada transaksi yang bisa dikategorikan jual beli murni setelah perdananya. Karena sebagian besar ulama telah mengharamkan bai' al-dayn, yang berarti melarang untuk diperjualbelikan utang piutang secara tangguh. Yang bisa dilakukan oleh pemegang sukuk adalah meng-hawalah-kan sukuknya untuk mendapatkan dana segar sebesar maturity par value-nya, dengan melakukan perjanjian revenue sharing atas initial revenue sharing yang diperoleh dari penerbit sukuk. Prinsip inilah yang mendasari dibolehkannya adanya pasar sekunder bagi instrumen sukuk.

I. Komparasi Skema Keuntungan Obligasi dan Sukuk

Pendapatan atau imbal hasil (return) yang akan diperoleh dari investasi obligasi dinyatakan sebagai yield, yaitu hasil yang akan diperoleh investor apabila menempatkan dananya untuk

dibelikan obligasi. Sebelum memutuskan untuk berinvestasi obligasi, investor harus mempertimbangkan besarnya yield obligasi, sebagai faktor pengukur tingkat pengembalian tahunan yang akan diterima. Ada 2 istilah dalam penentuan yield yaitu current yield dan yield to maturity (YTM).

Misalnya seorang investor membeli sebuah obligasi dengan nilai pari Rp. 100 juta dengan harga Rp. 90 juta (90% dari nilai pari), obligasi tersebut memberikan kupon tetap sebesar 16% per tahun dan dibayarkan setiap tahun. Obligasi tersebut memiliki masa jatuh tempo 5 tahun. Dari data tersebut dapat dihitung perolehan kupon atau bunga yakni sebesar Rp. 16 juta per tahun ($16\% \times \text{Rp. } 100 \text{ juta}$) selama 5 tahun dan diakhir tahun ke-5, investor juga akan memperoleh kembali nilai pari dari obligasi tersebut yakni sebesar Rp. 100 juta.

Seperti halnya investasi saham, investasi obligasi juga dapat memperoleh keuntungan capital gain. Misalnya diakhir tahun ke-1 setelah pembayaran kupon ke-1, ternyata harga dari obligasi tersebut meningkat menjadi Rp. 95 juta. Untuk dapat memperoleh capital gain adalah dengan menjual obligasi tersebut di pasar sekunder dengan harga Rp. 95 juta sehingga dari sisi harga beli dan harga jual obligasi, dapat diperoleh keuntungan sebesar Rp. 5 juta ditambah dengan bunga/kupon yang telah diterima sebelumnya sebesar Rp. 16 juta. Maka total keuntungan dalam satu tahun adalah sebesar Rp. 21 juta atau sebesar 23,33% pertahun ($(\text{Rp. } 5 \text{ juta} + \text{Rp. } 16 \text{ juta})/\text{Rp. } 90 \text{ juta}$).

Sedangkan pada sukuk, pendapatan yang diperoleh investor tergantung kepada prinsip yang dipergunakan, apabila mudarabah atau musyarakah dengan skema bagi hasil maka akan memperoleh pendapatan dalam bentuk return dengan penggunaan term *indicative/expected return* karena sifatnya yang *floating* tergantung pada kinerja pendapatan yang dihasilkan. Apabila menggunakan skim ijarah akan menerima pendapatan dalam bentuk margin atau fee, demikian pula pada sukuk murabahah atau salam atau istisnasebagai bentuk jual beli dengan skema *cost plus basis*, sukuk akan memberikan *fixed return*.¹⁷

Sistem mudarabah secara gampang bisa diartikan sebagai sistem bagi hasil. Seperti sudah disinggung sebelumnya, perusahaan penerbit sukuk akan memperoleh uang tunai dariinvestornya. Selanjutnya, emiten sukuk akan menggunakan dana tersebut untuk kegiatan usahanya. Ketika memperoleh keuntungan, emiten harus membagihasilkan sebagian keuntungan kepada para investor sukuk. Perhitungan bagi hasil tersebut bisa berdasarkan pada dua angka yaitu pendapatan kotor (*revenue*) atau pendapatan bersih (*income*). Namun, kebanyakan sukuk mudarabah yang ada saat ini menggunakan pendapatan kotor sebagai patokan bagi hasilnya. Nilai keuntungan nominal yang akan dibagikan kepada investor obligasi itu memang tidak ditentukan di awal investasi. Meskipun demikian, porsi bagi hasilnya (*nisbah*) sudah dipatok sejak sukuk mudarabah itu diterbitkan; misalnya 10%, 12%, atau 15%.

¹⁷ Warkum Sumitro, *Asas*, hlm. 223.

Adapun pembagian keuntungan, umumnya akan dilakukan setiap tiga bulan. Karena itu, besarnya keuntungan yang diterima investor bisa naik turun sesuai dengan kinerja emiten sukuk. Sedangkan dalam sistem ijarah, perusahaan menerbitkan sukuk untuk membeli mesin-mesin, atau alat-alat produksi lainnya. Investor sukuk akan menyediakan uang untuk pembelian alat-alat produksi dan kemudian menyewakannya kepada perusahaan penerbit sukuk. Karena itu, perusahaan harus membayar “uang sewa” kepada para investor sukuknya. Tarif sewa sudah ditentukan diawal penerbitan sampai sukuk tersebut jatuh tempo. Karena itu, nilai nominal keuntungan yang bakal diperoleh para investor sukuk ijarah sudah bisa diketahui di awal (fixed return).

Bentuk lain dari penerbitan sukuk ijarah adalah dimulai dari suatu akad jual beli aset (misalnya gedung dan tanah) oleh pemerintah atau perusahaan kepada suatu perusahaan yang ditunjuk (SPV), untuk suatu jangka waktu tertentu dengan janji membeli kembali setelah jangka waktu tersebut berakhir. Akad jual beli ini pada saat bersamaan diikuti dengan akad penyewaan kembali aset tersebut oleh SPV kepada pemerintah atau perusahaan selama jangka waktu tersebut.¹⁸

Misalnya, Pemerintah Indonesia menerbitkan sukuk ijarah senilai Rp. 100 miliar dengan jangka waktu lima tahun. Uang digunakan untuk membeli alat pengeboran minyak. Pemerintah Indonesia dianggap menyewa mesin produksi tersebut selama lima tahun dari para investor sukuk. Dalam menentukan besarnya sewa

¹⁸Muhammad Firdaus, dkk., *Konsep Dasar Obligasi Syariah* (Jakarta: Renaisan, 2005), hlm. 33.

dan hasil investasi tersebut telah ditentukan sesuai dengan kondisi pasar. Tarif sewanya sudah disepakati sebesar 15% dari nilai mesin per tahun. Pemerintah Indonesia harus membayar sewa sebesar Rp. 15 miliar setahun selama lima tahun. Pada tahun kelima, ia juga harus melunasi pokok sukuk dan mesin tersebut menjadi hak milik Pemerintah Indonesia. Perbedaan keuntungan berupa fee ijarah pada sukuk ijarah dengan bunga yang diperoleh dari obligasi konvensional adalah:

1. Sukuk ijarah memberikan manfaat terhadap barang (sewa guna atas barang) yang mana nilainya tetap selamanya atau tidak berubah-ubah, sedangkan pada obligasi, uang sebagai obyek yang mana nilai dari uang turun naik atau fluktuatif.
2. Pada sukuk ijarah, keuntungan didasarkan pada sewa barang yang mana dalam syariah menyewa suatu barang harus memberikan bayaran kepada orang yang memberikan sewa. Dalam hal ini, sukuk tidak dianggap riba, sedangkan obligasi, bertambahnya jumlah uang yang dipinjam sama dengan riba.
3. Pada sukuk ijarah, keuntungan yang diperoleh berasal dari tingkat sewa dari suatu barang yang ditetapkan diawal berdasarkan akad ijarah sedangkan pada obligasi, keuntungan yang diperoleh berupa bunga yang ditetapkan diawal.

Sukuk pada prinsipnya mirip seperti obligasi, 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, dan adanya akad atau perjanjian antara para pihak yang disusun berdasarkan prinsip-prinsip syariah.

Transaksi sukuk bukan akad utang piutang melainkan penyertaan, karena surat hutang menimbulkan kesan adanya bunga yang menurut syariah tidak halal sehingga tidak boleh diterbitkan. Hal ini menyebabkan sukuk disebut sebagai surat berharga bukan surat hutang. Selain itu, sukuk juga harus distruktur secara syariah agar instrumen keuangan ini aman dan terbebas dari riba, gharar, dan maysir. Sukuk menjadi alternatif investasi bagi pihak-pihak yang mempertimbangkan manfaat ekonomi dan juga aspek kehalalan investasi. Dalam bentuk yang sederhana sukuk diterbitkan oleh sebuah perusahaan atau emiten sebagai pengelola dan dibeli oleh investor. Penghasilan yang diterima investor bisa berupa bagi hasil, fee, dan margin tertentu. Dan ketika jatuh tempo, pokok pinjaman juga akan dikembalikan kepada pemegangnya. Emiten bertindak selaku pengelola dana dan investor bertindak selaku pemilik modal. Keuntungan yang diperoleh investor merupakan bagian proporsional keuntungan dari pengelolaan dana oleh investor. Transaksi dalam konteks sukuk adalah transaksi investment, bukan hutang piutang karena investment merupakan milik pemilik modal, maka ia dapat menjualnya kepada pihak lain.

J. Daftar Pustaka

- Achsien, Iggi H., *Investasi Syariah di Pasar Modal: Menggagas Konsep dan Praktek Manajemen Portofolio Syariah*, Jakarta: Gramedia Pustaka Utama, 2003.
- BAPEPAM, *Panduan Investasi di Pasar Modal Indonesia*, Jakarta: Bapepam dan JICA, 2003.

- Briefcase Book, Edukasi Profesional Syariah tentang Investasi Halal di Reksa Dana Syariah, Jakarta: Renaisan, 2005.
- Firdaus, Muhammad, dkk., Konsep Dasar Obligasi Syariah, Renaisan, 2005.
- Gozali, Ahmad, Halal, Berkah, Bertambah. Mengenal Dan Memilih Produk Investasi Syariah, Jakarta: Elex Media Komputindo, 2004.
- Hamidi, M. Lutfi, Jejak-jejak Ekonomi Syariah, Jakarta: Senayan Abadi, 2003.
- Muhyiddin, Ali, Buhuts fi al-Iqtishad al-Islami, Beirut: Dar al-Basyair, 2002.
- Mulyawan, Dadang, dkk., Pasar Keuangan Syariah: Struktur, Instrumen dan Akad, Jakarta: Direktorat Perbankan Syariah, 2006.
- Nasution, Mustafa Edwin, dan Nurul Huda, Investasi pada Pasar Modal Syariah, Jakarta: Prenada Media, 2007.
- Rivai, Veithzal, dkk., Bank and Financial Institution Management, Jakarta: Rajagrafindo Persada, 2007.
- Sudarsono, Heri, Bank dan Lembaga Keuangan Syariah, Yogyakarta: Ekonosia, 2007.
- Sumitro, Warkum, Asas-Asas Perbankan Islam dan Lembaga-Lembaga Terkait, Jakarta: Rajagrafindo Persada, 2004.
- Syahatah, Husein, dkk, Bursa Efek: Tuntunan Islam dalam Bertransaksi di Pasar Modal, Jakarta: Pustaka Progresif, 2004.
- Tim Penulis Dewan Syariah Nasional MUI, Himpunan Fatwa Dewan Syariah Nasional, Jakarta: PT Intermedia, 2003.

Vogel, Frank E., dan Samuel L. Hayes, *Islamic Law and Finance: Religion, Risk and Return*, Kluwer Law International, 1998.

www.badilag.net

www.euromoneybooks.com

www.indonesianstockexchange.co.id

