

**INVESTASI SYARIAH DI OBLIGASI SYARIAH (PENGERTIAN SUKUK, FATWA  
DSN TENTANG SUKUK, PERBEDAAN SYARIAH DENGAN KONVENSIONAL)**

Makalah ini dibuat untuk memenuhi tugas

**Mata kuliah:** Pembiayaan dan investasi syariah

Dosen Pengampu: Dr. Sulaeman Jajuli, MM



Oleh:

SUPARMAN (232641212)

**PROGRAM STUDI PASCASARJANA EKONOMI SYARIAH**

**UNIVERSITAS ISLAM NEGERI**

**SULTAN MAULANA HASANUDDIN BANTEN**

**TAHUN 2024/1446 H**

## A. PENDAHULUAN

Dalam Islam, investasi merupakan kegiatan muamalah yang sangat dianjurkan, karena dengan berinvestasi harta yang dimiliki menjadi produktif dan juga mendatangkan manfaat bagi orang lain. Investasi menurut definisi adalah menanamkan atau menempatkan aset, baik berupa harta maupun dana pada sesuatu yang diharapkan akan memberikan hasil pendapatan atau akan meningkat nilainya di masa mendatang. Sedangkan investasi keuangan menurut syariah dapat berkaitan dengan kegiatan perdagangan atau kegiatan usaha, dimana kegiatan usaha dapat berbentuk usaha yang berkaitan dengan suatu produk atau aset maupun usaha jasa.

Untuk mengimplementasikan anjuran investasi tersebut, maka harus diciptakan suatu sarana untuk berinvestasi. Banyak pilihan untuk menanamkan modal dalam bentuk investasi. Salah satu bentuk investasi adalah menanamkan dana pada suatu surat berharga yang diharapkan akan meningkat nilainya di masa mendatang melalui pasar modal. Pasar modal pada dasarnya merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan atau surat-suratberharga jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk utang maupun modal sendiri.

Dilihat dari sisi syariah, pasar modal adalah salah satu sarana atau produk muamalah. Transaksi di pasar modal, menurut prinsip hukum syariah tidak dilarang atau dibolehkan sepanjang tidak terdapat transaksi yang bertentangan dengan ketentuan yang telah digariskan oleh syariah. Pasar modal syariah adalah pasar modal yang dijalankan dengan konsep syariah, di mana setiap perdagangan surat berharga menaati ketentuan transaksi sesuai dengan basis syariah. Salah satu bentuk investasi pada pasar modal syariah adalah membeli sekuritas syariah.

Sekuritas syariah mencakup saham syariah, obligasi syariah (sukuk), reksadana syariah, dan surat berharga lainnya yang sesuai dengan prinsip syariah. Investasi dengan pemilikan sekuritas syariah dapat dilakukan di pasar modal syariah, baik secara langsung pada saat penawaran perdana, maupun melalui transaksi perdagangan sekunder di bursa.

Dari berbagai jenis sekuritas yang ada, beberapa diantaranya telah memperoleh pengakuan dari Dewan Syariah Nasional (DSN) atas kesyariahannya, salah satunya adalah instrumen obligasi syariah atau sukuk. Sukuk adalah salah satu terobosan baru dalam dunia keuangan Islam yang merupakan bentuk pendanaan dan sekaligus investasi. Meskipun istilah sukuk adalah istilah yang memiliki akar sejarah yang panjang, namun inilah salah satu bentuk produk yang paling inovatif dalam pengembangan sistem keuangan syariah kontemporer

Tulisan ini akan mengkaji lebih jauh tentang instrumen investasi sukuk dengan melihat akad-akad yang digunakan dan kemudian membandingkannya dengan obligasi. Pada bagian awal akan diuraikan tinjauan umum tentang obligasi dan dilanjutkan dengan uraian tentang sukuk dan diakhir makalah akan dikemukakan analisis perbandingan kedua instrumen investasi pasar modal ini.

## **B. LANDASAN TEORI**

### **1. TINJAUAN UMUM OBLIGASI**

#### **a. 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.<sup>4</sup>

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 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. 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.

### **B. 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:

#### a. Ditinjau dari sisi penerbit:

- 1) *Corporate bonds*, yaitu obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan, baik berbentuk badan usaha milik negara maupun swasta.
- 2) *Government bonds*, yaitu obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah.
- 3) *Municipal bonds*, yaitu obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah daerah.

#### b. Ditinjau dari sistem pembayaran bunga:

- 1) *Zero coupon bonds*, yaitu obligasi yang tidak melakukan pembayaran bunga secara periodik.
- 2) *Coupon bonds*, yaitu obligasi dengan kupon yang dapat diuangkan secara periodik sesuai dengan ketentuan penerbitnya.
- 3) *Fixed coupon bonds*, yaitu obligasi dengan tingkat kupon bunga yang ditentukan sebelum jangka waktu tersebut, berdasarkan acuan (*benchmark*)
- 4) *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.

#### c. ditinjau dari hak penukaran/opsi:

- 1) *Convertible bonds*, yaitu obligasi yang memberikan hak kepada pemegang obligasi untuk mengkonversikan obligasi tersebut kedalam sejumlah saham milik penerbitnya.
- 2) *Exchangable bonds*, yaitu obligasi yang memberikan hak kepada pemegang obligasi untuk menukar saham perusahaan ke dalam sejumlah saham perusahaan afiliasi milik penerbitnya.

- 3) *Callable bonds*, yaitu obligasi yang memberikan hak kepada emiten untuk membeli kembali obligasi pada harga tertentu sepanjang umur obligasi
- 4) *Putable bonds*, yaitu obligasi yang memberikan hak kepada investor yang mengharuskan emiten membeli kembali obligasi pada harga tertentu sepanjang umur obligasi tersebut.
- 5) *Serial bonds*, yaitu obligasi yang metode pelunasannya dilakukan secara bertahap sesuai tanggal jatuh tempo yang dijadwalkan pada periode tertentu sampai pelunasan keseluruhan obligasi
- 6) *Perpetual bonds*, yaitu obligasi yang tidak memiliki waktu jatuh tempo, tidak dapat ditebus serta mempunyai kewajiban membayar pendapatan bunga tetap (*annuity bond*).

d. Ditinjau dari segi jaminan/*collateral*:

- 1) *Secured bonds*, yaitu obligasi yang dijamin dengan kekayaan tertentu milik penerbitnya atau dengan jaminan lain dari pihak ketiga.
- 2) *Unsecured bonds*, yaitu obligasi yang tidak dijamin dengan kekayaan tertentu tetapi dijamin dengan kekayaan penerbitnya secara umum.

### **C. MEKANISME PENERBITAN OBLIGASI**

Proses penerbitan obligasi terdiri dari empat tahap yaitu sebagai berikut:

- a. Tahap persiapan, untuk memenuhi persyaratan pendaftaran emisi obligasi sampai dengan penjualan. Perusahaan yang akan menerbitkan obligasi terlebih dahulu harus melakukan persiapan internal, seperti menyelenggarakan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) untuk meminta persetujuan pemegang saham mengenai rencana penerbitan obligasi. Setelah disetujui dalam RUPS, dilakukan penunjukan penjamin emisi, lembaga, dan profesi penunjang pasar modal yang terkait, persiapan dokumen emisi, menyelenggarakan *due diligence meeting*, penandatanganan kontrak pendahuluan dengan bursa efek.
- b. Tahap pengajuan, yaitu pengajuan pernyataan pendaftaran kepada Bapepam-LK sampai dengan pernyataan pendaftaran menjadi efektif.
- c. Tahap penawaran umum perdana obligasi, yakni setelah dinyatakan efektif maka obligasi mulai ditawarkan kepada umum di pasar modal.
- d. Tahap pencatatan dan perdagangan, setelah kegiatan dipasar perdana selesai, obligasi tersebut dicatatkan di bursa efek dan untuk selanjutnya dapat diperdagangkan di pasar sekunder.

## 2. TINJAUAN UMUM SUKUK

### a. 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*) kepemilikan.

Dalam Fatwa DSN-MUI Nomor 32/DSNMUI/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 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”.

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 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. 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.

## b. 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*” dalam bahasa latin, yang telah menjadi sesuatu yang lazim dipergunakan dalam transaksi dunia perbankan kontemporer. 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 Jurisprudence 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.

## c. Jenis-Jenis Sukuk

Sukuk sebagai bentuk pendanaan (*financing*) sekaligus investasi (*investment*) memungkinkan beberapa bentuk struktur akad yang dapat ditawarkan untuk menghindari riba. Dalam menerapkan akad-akad pada transaksi keuangan modern terdapat 4 prinsip dalam perikatan secara syariah yang perlu diperhatikan, yaitu:

- a) Tidak semua akad bersifat mengikat kedua belah pihak (*aqad lazim*), karena ada kontrak yang hanya mengikat satu pihak (*aqad jaiz*).
- b) 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*).
- c) Larangan mempertukarkan kewajiban (*dayn*) melalui transaksi penjualan sehingga menimbulkan kewajiban (*dayn*) baru atau yang disebut *bay' al dayn bi al dayn*.
- d) 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*).

### **3. Jenis-Jenis Sukuk**

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

#### **a. 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.

#### **b. 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 usaha. Keuntungan maupun kerugian yang timbul ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing pihak.

#### **c. Sukuk Murabahah**

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

#### **d. 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.



**e. 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 dimasa 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.

**f. 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*.

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 *ijarah* lebih aman dibandingkan sukuk *mudharabah*, karena dalam kondisi apapun, 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 memberikan:

- a. 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.
- b. *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:

- a. Dapat diperdagangkan. Sukuk mewakili pihak pemilik aktual dari aset yang jelas atau manfaat aset yang dapat diperdagangkan pada harga pasar.
- 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.

#### 4. Mekanisme Penerbitan Sukuk

Dalam prakteknya, sukuk harus didasarkan pada akad-akad yang sesuai dengan standar syariah, sehingga skema sukuk yang ada bisa bermacam-macam, tergantung pada kebutuhan. Dengan pola demikian, sukuk dapat menjadi alat yang efektif untuk mendorong pertumbuhan sektor riil karena akad-akad tersebut pada dasarnya merupakan bentuk investasi di sektor riil. Penerbitan instrumen sukuk dapat dipandang sebagai inovasi baru dalam keuangan syariah dan salah satu jawaban atas diharamkannya riba dan dihalalkannya jual beli dalam Islam. Sukuk bukan instrumen utang piutang dengan bunga (riba), seperti obligasi yang kita kenal dalam keuangan konvensional, tetapi sebagai instrumen investasi. Sukuk diterbitkan dengan suatu *underlying asset* dengan prinsip syariah yang jelas. Penerbitan sukuk memerlukan sejumlah aset tertentu yang akan menjadi obyek 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 dan sebagai prasyarat untuk dapat diperdagangkan di pasar sekunder serta untuk menentukan jenis struktur sukuk. Berkaitan dengan emiten yang menerbitkan sukuk, ada beberapa persyaratan yang harus dipenuhi di antaranya adalah *core business* yang halal, memiliki *investment grade* yang baik dilihat dari fundamental usaha dan keuangan yang kuat serta citra yang baik bagi publik.

Penerbitan instrumen investasi ini harus terlebih dahulu mendapatkan pernyataan kesesuaian prinsip syariah (*syariah compliance endorsement*) untuk meyakinkan investor bahwa sukuk telah distruktur sesuai syariah. Pernyataan syariah *compliance* tersebut bisa diperoleh dari individu yang diakui secara luas pengetahuannya di bidang syariah atau institusi yang khusus membidangi masalah syariah. Untuk penerbitan sukuk di dalam negeri, *syariah compliance endorsement* dapat dimintakan kepada Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN- MUI). Untuk penerbitan sukuk internasional, diperlukan *endorsement* dari ahli/lembaga syariah yang diakui komunitas syariah internasional, seperti AAOIFI. Pihak-pihak yang terlibat dalam penerbitan sukuk adalah:

- 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.

Prinsip-prinsip pokok dalam mekanisme penerbitan sukuk adalah:

- a. Kontrak atau akad dituangkan dalam perjanjian perwaliamanatan.
- b. Rasio atau persentase bagi hasil (*nisbah*) dapat ditetapkan berdasarkan komponen pendapatan (*revenue*) atau keuntungan (*profit*).
- c. Nisbah dapat ditetapkan konstan, meningkat, ataupun menurun, dengan mempertimbangkan proyeksi pendapatan, dan ditetapkan di awal kontrak.
- d. Pendapatan bagi hasil berarti jumlah pendapatan yang dibagihasilkan yang menjadi hak dan oleh karenanya harus dibayarkan oleh emiten pada pemegang sukuk.
- e. Pembagian hasil pendapatan ini keuntungan dapat dilakukan secara periodik (tahunan, semesteran, kuartalan, atau bulanan).

## C. Pembahasan

### 1. Analisis Perbandingan Obligasi dan Sukuk

#### a. Perbedaan 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. Di samping itu, sukuk dan obligasi sangat berbeda karena obligasi konvensional tidak mengharuskan adanya aset yang menjamin sedangkan sukuk harus memiliki aset yang menjamainya. 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 ada bedanya. 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:

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

## **2. Perbandingan 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:

- a. *Par* (nilai Pari): Harga Obligasi sama dengan nilai nominal. Misal: Obligasi dengan nilai nominal Rp 50 juta dijual pada harga 100%, maka nilai obligasi tersebut adalah  $100\% \times \text{Rp } 50 \text{ juta} = \text{Rp } 50 \text{ juta}$ .
- b. *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  $102\% \times \text{Rp } 50 \text{ juta} = \text{Rp } 51 \text{ juta}$ .

- c. *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.

### 3. Perbandingan 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 *mudarahah* 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 *istisna'* sebagai bentuk jual beli dengan skema *cost plus basis*, sukuk akan memberikan *fixed return*.

Sistem *mudarahah* secara gampang bisa diartikan sebagai sistem bagi hasil. Seperti sudah disinggung sebelumnya, perusahaan penerbit sukuk akan memperoleh uang tunai dari investornya. Selanjutnya, emiten sukuk akan menggunakan dana tersebut untuk kegiatan usahanya. Ketika memperoleh keuntungan, emiten harus membagikan 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 *mudarahah* 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 *mudarahah* itu diterbitkan; misalnya 10%, 12%, atau 15%. 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.

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 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.

## D. Penutup

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.



## 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:

Renaissance, 2005.

Firdaus, Muhammad, dkk., *Konsep Dasar Obligasi Syariah*, Renaissance, 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.

