

PELUANG DAN TANTANGAN OBLIGASI SYARIAH DALAM PENERBITANNYA

RINA EL MAZA

Sekolah Tinggi Agama Islam Negeri Jurai Siwo Metro
rinaelmaza23@gmail.com

Abstract

Islamic bond is a long-term securities issued by Islamic principles issuers to holders of Islamic bonds, which require the issuer to pay income to the holders of Islamic bonds in the form of profit sharing/margin/fee, as well as repay the bonds at maturity. So it can be seen from here that the contract of Islamic bonds instead of debts but the inclusion or investment. Under the provisions of DSN, the current Islamic bonds issued in Indonesia is still limited to two contract namely mudharabah and Ijarah. With the product of Islamic bonds is expected that the Muslims did not have doubts anymore if you want to invest in the capital market. There are many opportunities for Islamic bonds such as 1) Sukuk can be utilized to build the nation's economy and create a welfare society, 2) The investor has the alternative investments that are relatively safe and return her quite tempting, and 3) To strengthen the Indonesian economy and restrain bubble economy for will increase the portfolio of foreign currencies other than dollars. Barriers sukuk is 1) Socialization is not enough, AND 2) Opportunity cost is simply translated as "second best choice".

Keywords: Opportunities and Challenges, Bonds, Sharia, Publishing

PENDAHULUAN

Kata obligasi berasal dari bahasa Belanda, yaitu *obligate* atau *obligaat*, yang berarti kewajiban yang tidak dapat ditinggalkan atau surat hutang suatu pinjaman Negara atau daerah atau perseroan dengan bunga tetap.

Karena obligasi menggunakan sistem bunga, ditemukanlah solusi yaitu obligasi syariah atau obligasi Islam. Pada awalnya, penggunaan istilah “obligasi Islam” dianggap kontradiktif, karena obligasi sudah menjadi kata yang tidak lepas dari bunga. Namun, merujuk kepada fatwa Dewan Syariah Nasional No.32/DSN-MUI/IX/2002, Obligasi Islam adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip Islam 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.

Konsep keuangan berbasis syariah saat ini sedang tumbuh secara cepat. Perkembangan keuangan syariah merupakan kesempatan bagi pemerintah untuk menyediakan instrumen-instrumen keuangan yang dibutuhkan oleh lembaga keuangan syariah domestik maupun global agar dapat mengembangkan investasinya. Di sisi lain, dana yang dimiliki oleh lembaga keuangan syariah tersebut dapat dimanfaatkan sebagai bagian dari pengelolaan pembiayaan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN). Sehingga penerbitan instrumen investasi berbasis syariah tersebut menjadi simbiosis

mutualisme yang memberikan keuntungan bagi pemilik dana maupun pemerintah.

Untuk memanfaatkan perkembangan keuangan syariah global tersebut, sejak tahun 2009 pemerintah secara rutin telah menerbitkan instrumen investasi bagi institusi keuangan syariah global yang disebut Sukuk Negara Indonesia (SNI) atau Sukuk Global Indonesia. Penerbitan Sukuk Global juga merupakan salah satu upaya untuk melakukan diversifikasi terhadap sumber-sumber pembiayaan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara.

Selain daripada itu, penerbitan Sukuk Negara di pasar Internasional dipandang lebih efisien bila dibandingkan dengan penerbitan sukuk domestik. Hal tersebut dapat dilihat dengan cara membandingkan nilai imbal hasil yang diberikan Sukuk Global dengan Sukuk Negara yang diterbitkan di pasar domestik dengan jumlah tenor sama. Berdasarkan data yang ada, terdapat perbedaan selisih imbal hasil pada kisaran 300 sampai dengan 500 basis points (3-5%).

Penerbitan Sukuk Global juga mendapat sambutan yang sangat baik dari para investor. Hal tersebut terlihat dari minat investor yang sangat tinggi pada setiap penerbitan Sukuk Global sehingga selalu mengalami kelebihan permintaan (*over subscribed*). Selain itu, dari sisi distribusi geografi investor Sukuk Global juga menyebar di seluruh dunia. Dalam penerbitan Sukuk Global seri Sukuk Negara Indonesia (SNI) 25 yang diterbitkan pada tahun 2015, 41% investor berasal dari Timur Tengah kemudian disusul Amerika Serikat

21%, Eropa 16%, Asia 12% dan Indonesia 10%. Berdasarkan sebaran investor tersebut dapat disimpulkan bahwa Sukuk Global Indonesia diterima oleh investor global, baik dari sisi hukum positif maupun dari sisi hukum syariah.

PEMBAHASAN

Pengertian Obligasi Syariah

Obligasi merupakan surat utang dari suatu lembaga atau perusahaan yang dijual kepada investor untuk mendapatkan dana segar. Para investor akan mendapatkan *return* dalam bentuk tingkat suku bunga tertentu yang sangat bervariasi tergantung kekuatan bisnis penerbitnya (Sudarsono, 2012:247).

Berdasarkan fatwa Dewan Syariah Nasional No. 32/DSN-MUI/IX/2002, Obligasi Islam adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip Islam 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.

Sudarsono berpendapat bahwa obligasi syariah bukan merupakan utang berbunga tetap, tetapi lebih merupakan penyerta dana yang didasarkan pada prinsip bagi hasil. Transaksinya bukan akad utang piutang melainkan penyertaan (Sudarsono, 2012:248).

Didalam hal pembiayaan, obligasi syariah merupakan untuk memfasilitasi transaksi perdagangan termasuk pembelian fasilitas produksi, maka ikatan yang timbul dalam penerbitan obligasi syariah tersebut harus

mengikuti prinsip akad-akad perdagangan seperti akad murabahah dan bay' istishna' (Yuliana, 2010:152).

Landasan Hukum

Adapun landasan hukum obligasi syariah yaitu yang ada pada fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi syariah, yang menerangkan tentang landasan hukum obligasi syariah, adalah sebagai berikut:

1. Firman Allah Swt, QS. Al-Maidah [5]:1

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ

"Hai orang-orang yang beriman, penuhilah aqad-aqad itu. . ."

2. Firman Allah Swt, QS. Al-Isra' [17]:34

وَأَوْفُوا بِالْعَهْدِ إِنَّ الْعَهْدَ كَانَ مَسْئُولًا

"Dan penuhilah janji, karena janji itu pasti diminta pertanggungjawabannya."

3. Firman Allah Swt, QS. Al-Baqarah [2]:275
 "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. Hadis Nabi riwayat Imam al-Tirmidzi dari 'Amr bin 'Auf al-Muzani, Nabi Saw bersabda: "Perjanjian boleh dilakukan di antara kaum muslimin kecuali perjanjian yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram; dan kaum muslimin terkait dengan syarat-syarat mereka kecuali syarat yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram."

1. Hadis Nabi riwayat Imam Ibnu Majah, al-Daruquthni, dan yang lain, dari Abu Sa'id al-Khudri, Nabi Saw bersabda: "Tidak boleh membahayakan (merugikan) diri sendiri maupun orang lain. "

5. Kaidah Fikih

"Pada dasarnya, semua bentuk muamalah boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkannya."

"Kesulitan dapat menarik kemudahan."

"Keperluan dapat meduduki posisi darurat."

"Sesuatu yang berlaku berdasarkan adat kebiasaan sama dengan sesuatu yang berlaku berdasarkan syara' (selama tidak bertentangan dengan syariat)." (Sholihin, 2010:316).

Tujuan Obligasi syariah

1. Sebagai salah satu sumber pembiayaan Negara yang ketentuannya diatur dalam Undang-Undang No. 19 tahun 2008

tentang SBSN yang ditetapkan pada bulan April yang lalu.

2. Mendorong pengembangan pasar keuangan syariah
3. Menciptakan benchmark di pasar keuangan syariah, baik di pasar keuangan syariah domestic maupun internasional
4. Diversifikasi basis investor
5. Mengembangkan alternative instrumen investasi
6. Mengoptimalkan pemanfaatan barang milik Negara
7. Memanfaatkan dana-dana masyarakat yang belum terjangkau oleh sistem perbankan konvensional (Khaerul Umam, 2013:179).

Manfaat Obligasi Syariah

Manfaat obligasi syariah antara lain:

1. Menyelamatkan ketergantungan umat Islam terhadap bank non Islam (konvensional) yang menyebabkan berada di bawah kekuasaan bank, sehingga umat Islam tidak bisa melakukan ajaran agamanya secara penuh, terutama di bidang kegiatan bisnis dan perekonomian.
2. Menciptakan suatu keadilan di bidang ekonomi dengan jalan meratakan pendapatan melalui kegiatan investasi.
3. Dapat beramar ma'ruf di bidang bisnis antara semua pihak yang ada dalam investasi obligasi syariah.
4. Obligasi syariah sebagai bentuk pendanaan dan sekaligus investasi yang memungkinkan

bentuk struktur dapat ditawarkan untuk tetap menghindarkan dari unsur riba.

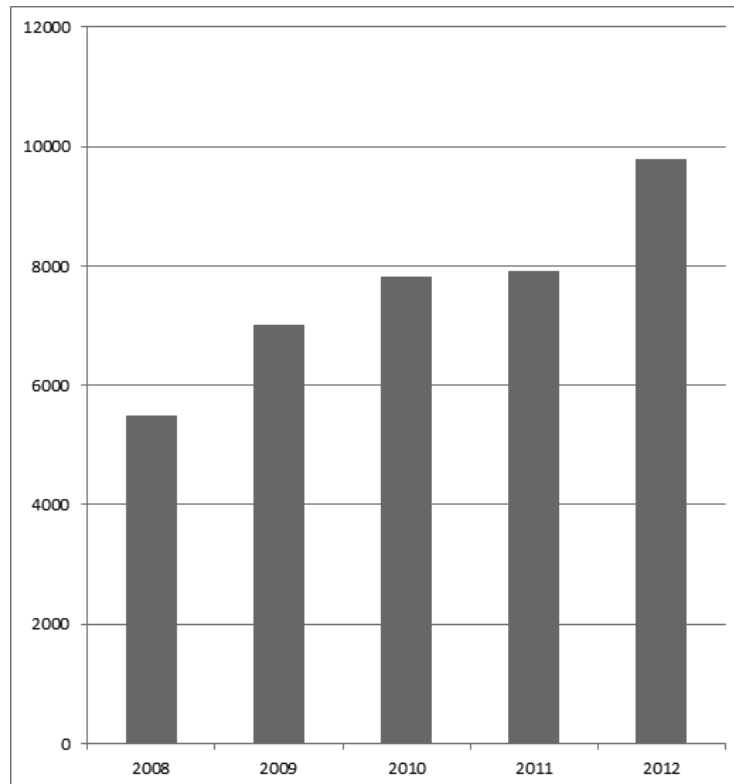
5. Dapat memberikan jalan bagi umat Islam dalam bermuamalah tidak memakan harta dengan cara yang bathil.

Perkembangan Obligasi Syariah di Indonesia

Didalam perjalanannya, perkembangan pasar modal syariah di Indonesia telah mengalami kemajuan, sebagai gambaran setidaknya terdapat beberapa perkembangan dan kemajuan pasar modal syariah yang patut dicatat diantaranya adalah telah diterbitkan 6 (enam) Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) yang berkaitan dengan industri pasar modal. Termasuk fatwa tentang obligasi syariah yang tertuang pada No. 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi syariah dan fatwa No. 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi syariah mudharabah, juga fatwa No. 41/DSN-MUI/III/2004 tentang obligasi syariah ijarah.

Di Indonesia, penerbitan obligasi syari'ah dipelopori oleh Indosat dengan menerbitkan obligasi syari'ah mudharabah senilai Rp. 100 milyar pada bulan Oktober 2002 yang lalu. Obligasi syari'ah ini mengalami over subrider dua kali lipat, sehingga Indosat menambah obligasi syari'ah yang ditawarkan menjadi Rp. 175 milyar. Dilanjutkan PT. Berlian Laju Tenker yang menerbitkan obligasi syari'ah dengan emisi senilai Rp. 175 milyar pada 28 Mei 2003. PT. Bank Bukopin menerbitkan obligasi syari'ah mudharabah pada 10 Juli 2003 dengan nilai emisi Rp. 45 milyar. PT. Bank Muamalat Indonesia (BMI) pada 15

Juli 2003 dengan emisi Rp. 200 milyar. PT. Syari'ah Mandiri (BSM) pada 31 Oktober Cilandra Perkasa pada 26 September 2003 dengan nilai emisi Rp. 200 milyar, dan dengan nilai emisi Rp. 60 Milyar, PT. Bank lain-lain.



Gambar 1. Grafik Penerbitan Emisi Sukuk (Obligasi Syariah) di Indonesia Tahun 2008 – 2012

Pertumbuhan sukuk diawali kemunculan penerbitan sukuk pertama kali pada sukuk mudharabah Indosat tahun 2002 senilai 175 milyar. Pada tahun 2008 hingga tahun 2012 grafik menunjukkan pertumbuhan penerbitan sukuk signifikan dari tahun ke tahun antara 2008 sampai dengan 2012. Tren sukuk

menunjukkan kenaikan di setiap tahunnya terlihat pada bentuk grafik yang progressif naik dari setiap tahunnya. Pertumbuhan sukuk pada level tertinggi pada tahun 2012. Sedangkan terendah pada tahun 2008. Terkait rincian jumlah emisi sukuk dan nilainya terdapat pada tabel di bawah berikut ini.

Tabel 1. Data Penerbitan Emisi Sukuk (Obligasi Syari'ah) di Indonesia Pada Tahun 2008-2012

Tahun	Total Nilai (Rp Milyar)	Total Jumlah	Kenaikan Jumlah	Kenaikan Nilai (Rp Milyar)
2008	5,498.0	29	8	2324
2009	7,015.0	43	14	1517
2010	7,815.0	47	4	800
2011	7,915.4	48	1	100.4
2012	9,790.4	54	6	1875

Tabel 1 memperlihatkan pada tahun 2008 jumlah emisinya adalah sebesar 29 sukuk, pada tahun 2009 adalah sebesar 43 emisi sukuk, di tahun 2010 adalah sebesar 47 emisi sukuk, di tahun 2011 adalah sebesar 48 sukuk dan pada tahun 2012 sebesar 54 emisi sukuk. Jumlah emisi sukuk yang mencapai level terendah dilihat dari jumlah penerbitan pada tahun 2008 dimana terdapat 29 emisi sukuk dengan nilai Rp. 5,498 miliar. Dan jumlah penerbitan tertinggi pada tahun 2012 dengan 54 emisi sukuk dengan nilai mencapai Rp. 9,790. 4milyar.

Analisis perkembangan sukuk jika dilihat dari jumlah penerbitan memiliki grafik progres naik. Namun jika di analisis pada tingkat kenaikan pada pertumbuhan sukuk dari tahun 2008 hingga tahun 2012 memiliki pertumbuhan yang naik turun. Pertumbuhan sukuk pada level tertinggi adalah pada tahun 2009 dengan kenaikan jumlah emisi 14 sukuk dari tahun 2008 ke tahun 2009 dengan nilai sebesar Rp. 1517 milyar. Dan kenaikan jumlah emisii sukuk pada level terendah adalah pada tahun 2011 yaitu sejumlah 1 sukuk sebesar nilai Rp. 100 milyar dari tahun 2010 ke tahun 2011. Perkembangan sukuk mengalami kenaikan yang signifikan dari jumlah penerbitan sukuk tahun 2008 ke tahun 2012. Namun memiliki pertumbuhan yang rendah dilihat dari kenaikan tahun sebelum dan sesudahnya.

Kajian simplikasi penerbitan sukuk yang dilakukan oleh tim kajian Bapepam (2012) memaparkan bahwa dari 515 jumlah emiten di Pasar Modal Indonesia, hanya 5,45% yang telah

menerbitkan sukuk di Pasar Modal Indonesia. Dari data tersebut di atas menunjukkan bahwa penerbitan sukuk masih sangat kecil baik dari sisi emiten maupun dari aspek jumlah emisi. Meskipun pada grafik pertumbuhan penerbitan sukuk masih berkembang secara signifikan dari tahun ke tahun. Bapepam (2012) menjelaskan tentang beberapa faktor penyebab rendahnya penerbitan sukuk tersebut diantaranya kondisi ekonomi secara umum, pemahaman manajemen terhadap sukuk, proses penerbitan sukuk, dana spek perpajakan dalam penerbitan sukuk. Selain itu, terdapat faktor yang secara tidak langsung terkait dengan likuiditas pasar sekunder sukuk, yaitu:

- *Pertama*, Masih terbatasnya penerbitan sukuk korporasi di Indonesia baik dari aspek jumlah, variasi tenor maupun jenis akad.
- *Kedua*, masih kurangnya pemahaman investor terhadap perdagangan sukuk korporasi di pasar sekunder.
- *Ketiga*, penerbitan sukuk korporasi masih ditawarkan tidak secara retail kepada masyarakat luas namun terbatas kepada investor institusi atau individu dengan nilai nominal yang relatif besar, walaupun beberapa regulasi yang telah ada cukup memfasilitasi untuk dijadikan sebagai landasan dalam penerbitan sukuk korporasi ritel.
- *Keempat*, mayoritas karakter investor sukuk merupakan investor institusi lokal seperti Perusahaan Asuransi, Dana Pensiun, dan reksa dana terstruktur yang memiliki kecenderungan membeli untuk disimpan hingga jatuh tempo (*hold to maturity*).

Jenis Obligasi Syariah dan Prosedur Kepemilikan

Berdasarkan ketentuan DSN, saat ini obligasi syariah yang diterbitkan di Indonesia masih terbatas hanya pada 2 akad, yaitu:

1. Obligasi Syariah Mudharabah (*Muqaradhabah*)/*Qiradh*

Sesuai dengan fatwa Dewan Syariah Nasional No. 33/DSN-MUI/IX/ 2002, bahwa obligasi syariah mudharabah adalah obligasi syariah yang berdasarkan aqad mudharabah dengan memperhatikan substansi fatwa Dewan Syariah Nasional MUI No. 7/DSN-MUI/IV/2000, tentang pembiayaan mudharabah. Mudharabah merupakan investasi bagi hasil (*profit-loss sharing*).

Akad *Mudharabah* adalah akad kerjasama antara dua pihak, dimana pihak pertama (*shahibul maal/investor*) menyediakan modal, sedangkan pihak kedua (*mudharib/ emiten*) bertindak selaku pengelola, dan keuntungan dibagi diantara mereka sesuai dengan kesepakatan dimuka yang dituangkan dalam kontrak (Yuliana, 2010:159).

Beberapa hal pokok terkait dengan obligasi syariah mudharabah ini sebagai berikut :

- a. Kontrak atau aqad *Mudharabah* dituangkan dalam perjanjian perwalianamanatan.
- b. Rasio atau persentase bagi hasil (*nisbah*) dapat ditetapkan berdasarkan komponen pendapatan (*revenue*) atau keuntungan (*profit; operating profit; EBIT, atau EBITDA*). Tetapi, fatwa No. 15/DSN-MUI/IX/2000 memberi pertimbangan bahwa dari segi kemaslahatan pembagian

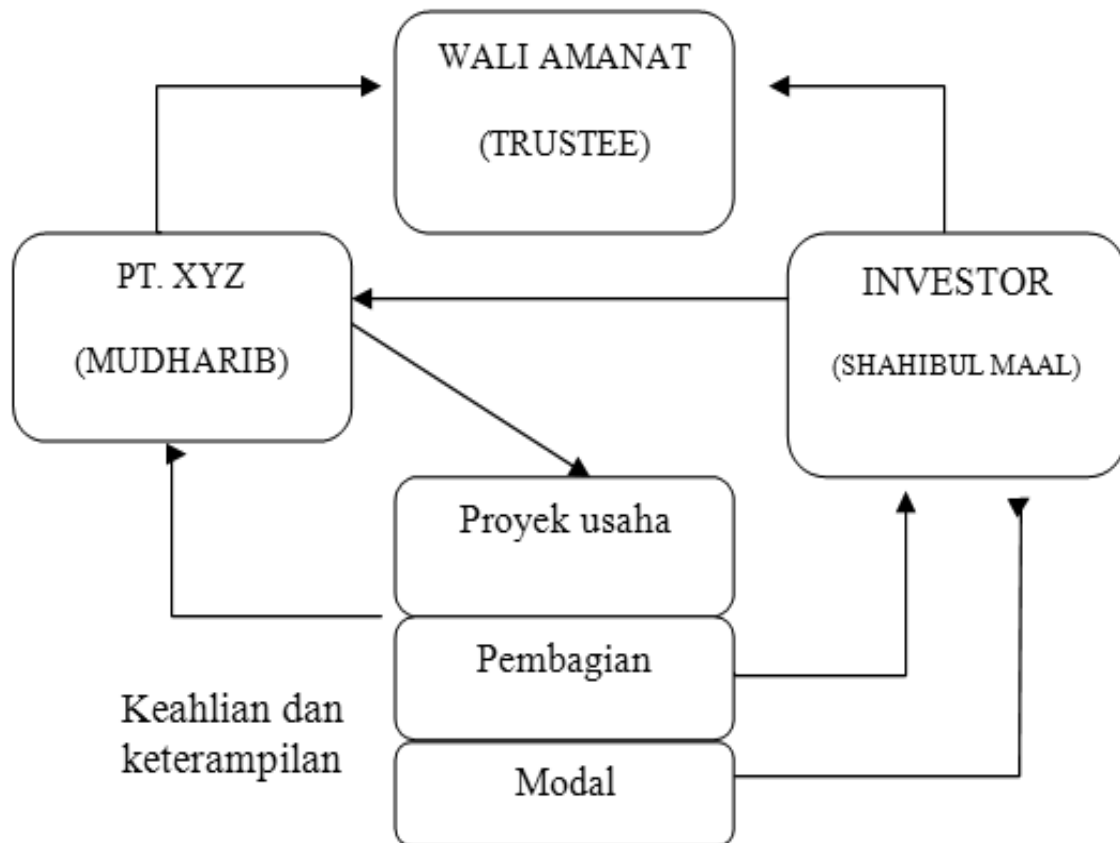
usaha sebaiknya menggunakan prinsip *revenue sharing*.

- c. *Nisbah* ini dapat ditetapkan konstan, meningkat, ataupun menurun, dengan mempertimbangkan pada proyeksi pendapatan Emiten, tetapi sudah ditetapkan di awal kontrak.
- d. Pendapatan bagi hasil berarti jumlah pendapatan yang dibagi hasilkan yang menjadi hak dan oleh karenanya harus dibayarkan oleh Emiten kepada pemegang obligasi syariah yang dihitung berdasarkan perkalian antara *nisbah* pemegang obligasi syariah dengan pendapatan atau keuntungan yang dibagi hasilkan yang jumlahnya tercantum dalam laporan keuangan konsolidasi Emiten.
- e. Pembagian hasil pendapatan ini atau keuntungan dapat dilakukan secara periodik (*tahunan, semesterran, kuartalan atau bulanan*).
- f. Karena besarnya pendapatan bagi hasil akan ditentukan oleh kinerja aktual Emiten, maka obligasi syariah memberikan *indicative return* tertentu.

Terkait dengan disahkannya fatwa No.33/DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi syariah mudharabah yang digunakan sebagai pedoman khusus pelaksanaan akad obligasi syariah mudharabah, menurut Iggi H Achsien beberapa alasan yang mendasari pemilihan struktur mudharabah ini, diantaranya adalah :

- a. Bentuk pendanaan yang paling sesuai untuk investasi dalam jumlah besar dan jangka yang relatif panjang.

- b. Dapat digunakan untuk pendanaan umum (*general financing*) seperti pendanaan modal kerja ataupun pendanaan *capital expenditure*.
 - c. *Mudharabah* merupakan percampuran kerjasama antara modal dan jasa (kegiatan usaha) sehingga membuat strukturnya memungkinkan untuk tidak memerlukan jaminan (*collateral*) atas aset yang spesifik. Hal ini berbeda dengan struktur yang menggunakan dasar akad jual beli yang mensyaratkan jaminan atas aset yang didanai (Yuliana, 2010:162).
 - d. Kecenderungan pada regional dan global, dari penggunaan struktur *murabahah* dan *bai bi-thaman Ajil* menjadi *Mudharabah* dan *Ijarah*.
- Dalam aplikasinya, berikut ini adalah skema yang digunakan dalam obligasi syariah mudharabah.



Gambar 2. Skema Obligasi Syariah Mudharabah

2. Obligasi Syariah Ijarah

Obligasi syariah dengan aqad ijarah ini digunakan berdasarkan fatwa yang dikeluarkan oleh DSN No. 41 /DSN-MUI/III/2004 tentang obligasi syariah ijarah. Obligasi syariah ijarah adalah obligasi syariah berdasarkan aqad

ijarah dengan memperhatikan substansi fatwa Dewan Syariah Nasional MUI No.09/DSN-MUI/IV/2000 tentang pembiayaan ijarah. Ijarah merupakan akad pemindahan hak guna (manfaat) atas suatu barang/jasa dalam waktu tertentu melalui pembayaran sewa, tanpa

diikuti dengan pemindahan kepemilikan atas barang tersebut. Berbeda dengan obligasi syariah mudharabah, obligasi syariah ijarah merupakan obligasi syariah yang dananya khusus digunakan untuk menyewa areal usaha. Imbalan hasil uang akan diberikan kepada para pemegang obligasi tersebut didapatkan dari hasil sewa dengan tingkat fee ijarah tetap, yang diperoleh dari hasil penyewaan tempat tersebut dan telah ditentukan sebelumnya, dengan kata lain bukan tergantung dari penghasilan atau bagi hasil sebagaimana obligasi mudharabah.

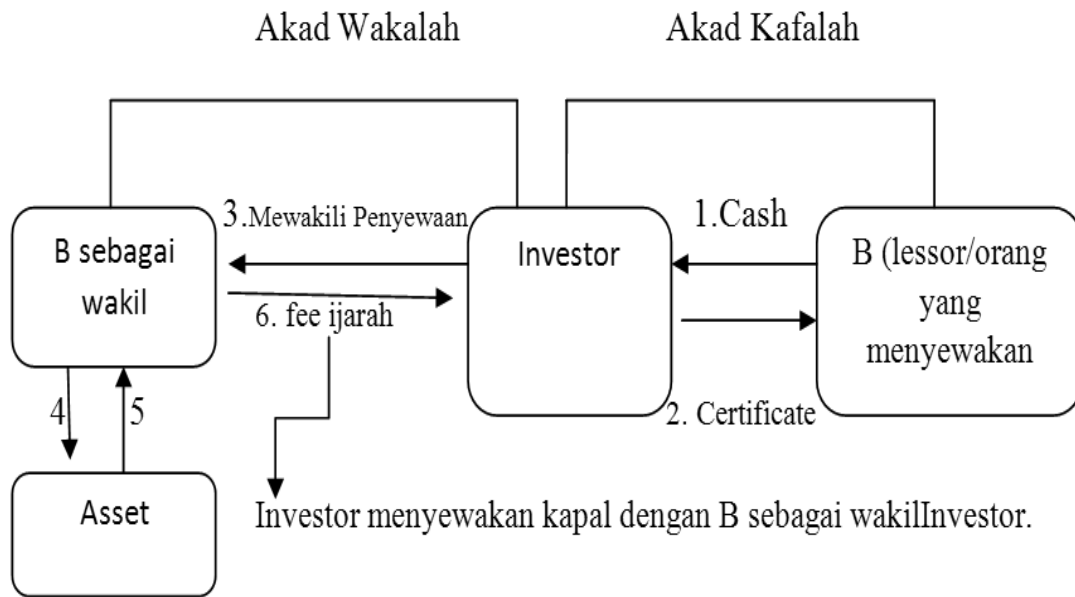
Ijarah mirip dengan *leasing* namun tidak sepenuhnya sama dengan *leasing*, karena ijarah dilandasi adanya perpindahan manfaat tetapi tidak terjadi perpindahan kepemilikan. Pada ketentuan umum aqad ijarah adalah sebagai berikut :

- a. Berbeda dengan *leasing*, disamping dapat berupa suatu barang (harta fisik yang bergerak, tak bergerak, harta perdagangan), objek dapat pula berupa jasa (amal) yang diberikan oleh manusia atau binatang.
- b. Objek, manfaat yang dipinjamkan dan nilai manfaat harus diketahui dan disepakati terlebih dahulu oleh para pihak.
- c. Ruang lingkup pemakaian objek dan jangka waktu pemakaiannya harus dinyatakan secara spesifik.
- d. Atas pemakaian objek, pemakai manfaat (penyewa) harus membagi hasil manfaat yang diperolehnya dalam bentuk imbalan sewa/upah (akar kata ijarah berarti upah).
- e. Berbeda dengan *leasing*, secara umum cara pembayaran sewa ditentukan menurut kinerja dari objek, namun dalam hal pemakai manfaat (penyewa) yakin akan

kinerja dari objek, maka pembayaran sewa dapat ditentukan menurut waktu pemakaian sehingga mirip dengan *leasing*. Pemakai manfaat (penyewa) wajib menjaga objek ijarah agar manfaat yang dapat diberikan oleh objek tersebut tetap terjaga.

- f. Pemberi sewa haruslah pemilik mutlak, agen dari pemilik mutlak, penjaga secara alami atau legal dari objek.
- g. Pemberi sewa (pemilik objek ijarah) dapat mengadakan aqad jaiz untuk menjual atau menghibahkan objek ijarah kepada pemakai manfaat (penyewa) menurut ketentuan tertentu pada akhir dari masa sewa.
- h. Dilarang mengadakan aqad ijarah dan ajad jual beli secara sekaligus pada waktu yang sama karena akan menimbulkan keraguan akan keberlakuan aqad (gharar).
- i. Dalam obligasi syariah ijarah, keuntungannya sudah dapat diketahui secara pasti sejak awal, karena sifatnya sebagai sewa atas guna barang (fee/sewa). Maka hasil investasi bersifat mendekati pasti karena merupakan imbalan sewa atau upah atas pemakaian manfaat dari objek pembiayaan. Pengembalian modal awal, disamping nilai pembayaran atas penjualan objek pembiayaan pada akhir masa pembiayaan, sebagian dari imbalan sewa/upah juga dapat diperhitungkan sebagai cicilan atas pengembalian modal awal. Cicilan ini dapat ditampung dalam suatu *sinking fund* pada Bank Kustodian atau Wali Amanat.

Skema obligasi syariah ijarah dapat diilustrasikan sebagai berikut :



Gambar 3. Skema Obligasi Syariah Ijarah

Dalam transaksi ijarah ini, ada objek yang dipindah tangankan secara manfaat dan bukan secara kepemilikan. Kewajiban pengelola adalah menjalankan objek ijarah tersebut dan membagikan fee ijarah (pendapatan hasil sewa) kepada pemilik objek ijarah berdasarkan waktu yang telah ditentukan sebesar kesepakatan diawal.

Peluang dan Tantangan Obligasi Syariah

1. Peluang

Peluang Pengembangan Sukuk di Indonesia, Sukuk merupakan salah satu instrumen investasi yang memberikan peluang bagi investor Muslim dan non-Muslim untuk berinvestasi di Indonesia. Sehingga, sukuk dapat dimanfaatkan untuk membangun perekonomian bangsa dan menciptakan kesejahteraan masyarakat. Fakta selama ini menunjukkan bahwa pasar sangat responsif terhadap penerbitan sukuk. Hampir semua sukuk yang diterbitkan, diserap habis oleh pasar, bahkan pada beberapa kasus menimbulkan kelebihan permintaan.

Sukuk di Indonesia, pertama kali diterbitkan oleh PT. Indonesian Satellite Corporation (Indosat) pada bulan September tahun 2002 dengan nilai Rp 175 miliar. Langkah Indosat tersebut diikuti perusahaan-perusahaan besar lainnya. Nilai penerbitan sukuk korporasi hingga akhir 2008 mencapai 4,76 triliun. Sedangkan struktur sukuk yang digunakan pada periode 2002-2004 lebih didominasi oleh mudharabah sebesar Rp 740 miliar (88%), sisanya ijarah sebesar Rp 100 miliar (12%). Adapun periode 2004-2007 didominasi oleh ijarah sebesar Rp 2,194 triliun (92%), sisanya mudharabah sebesar Rp 200 miliar (8%).

Enam sukuk yang sudah dipasarkan adalah sukuk *Ijârah* Aneka Gas Industri Indosat (Rp. 160 miliar), sukuk ijarah Indosat III (Rp. 570 miliar), sukuk ijarah Metrodata Electronics (Rp. 90 miliar), sukuk *Ijârah* Summarecon Agung (Rp 200 miliar), sukuk *Ijârah* Bank Muamalah (Rp 314 miliar), sukuk *Ijârah* Mayora Indah (Rp 200 miliar). Saat ini, pangsa

pasar sukuk memang belum besar. Menurut catatan PT Danareksa Sekuritas, *outstanding sukuk* baru tiga persen dari total pasar sukuk di Indonesia, sebanyak 97 persen lainnya masih dikuasai obligasi konvensional.

Dengan adanya sukuk, mereka memiliki alternatif investasi yang relatif aman dan *return*-nya cukup menggiurkan. Sebut saja misalnya sukuk Indosat, *return*nya saat ini sebesar 16 persen. Bahkan, pada periode awal, *return* sukuk Indosat mencapai 17,82 persen.

Setelah disahkannya UU SBSN tahun 2008, pemerintah menerbitkan *sukuk* sebesar Rp 15 triliun. Penerbitan *sukuk* ini dilaksanakan sebagai bagian dari pembiayaan defisit anggaran dalam APBN tahun 2008. Penerbitan sukuk perdana ini telah dilaksanakan di dalam dan luar negeri. Besarnya sukuk sesuai dengan *underlying aset* yang dimiliki pemerintah senilai Rp 15 triliun. Pemerintah menggunakan jaminan berupa aset milik negara, seperti tanah dan bangunan. Pemerintah mendahulukan penerbitan sukuk di dalam negeri, setelah itu baru ke pasar internasional. Setengah penerbitan sukuk akan dilakukan di dalam negeri dan sisanya ke pasar internasional.

Keberadaan sukuk (surat utang berbasis syariah) dapat memperkuat kondisi ekonomi Indonesia dan menahan *bubble* ekonomi karena akan memperbanyak portfolio mata uang asing selain dolar. Sukuk merupakan instrumen yang tepat untuk menyasar para investor Timur Tengah dengan memberikan alternatif pembiayaan sesuai syariat Islam. Saatnya Indonesia melakukan portfolio tidak hanya pada dolar saja, tetapi juga pada mata

uang yang lain. Ini akan menambah portfolio mata uang asing di luar dolar (Fatah, 2011: 40).

2. Tantangan

Obligasi syariah dinilai prospektif, tetapi menghadapi tantangan yang tak sedikit (Achsien, 2004). Beberapa tantangannya antara lain:

a. Sosialisasi yang belum cukup.

Harus diakui bahwa masyarakat kita belum begitu terbiasa dengan sistem bagi hasil maupun sistem syariah lainnya. Padahal, potensi investor obligasi syariah dari ritel tergolong besar. Hal ini dimungkinkan karena denominasi obligasi syariah yang diterbitkan bisa senilai Rp 10 juta. Sekaligus menjadi edukasi bagi masyarakat untuk memulai berinvestasi dalam jangka yang lebih panjang, alih-alih hanya di deposito yang berjangka pendek.

b. *Opportunity cost* yang secara sederhana diterjemahkan sebagai “*second best choice*”.

Langsung atau tak langsung ada perbandingan atas pilihan yang ada. Karena *investor base* obligasi syariah secara potensial sangat luas, mau tidak mau, obligasi syariah berdasarkan bagi hasil akan menghadapi ini. Ilustrasinya, ketika obligasi syariah mudharabah ditawarkan, emiten membandingkan dengan suku bungapinjaman sementara investor (terutama investor konvensional) membandingkan dengan *yield* obligasi konvensional. Karena sistem bagi hasil ini tidak menawarkan “*fixed-predetermined return*”, hasilnya bisa berfluktuasi. Misalnya suatu saat, obligasi

syariah ini memberi tingkat kupon 20 persen, investor akan senang, tetapi sepertinya emiten akan merasa “kemahalan” kerana membandingkan dengan pinjaman bank atau obligasi konvensional dengan bunga kupon lebih murah. Di saat lain, obligasi syariah memberikan kupon “hanya” 12 persen, emiten senang, tetapi investor akan membandingkannya dengan Sertifikat Bank Indonesia (SBI), obligasi pemerintah, atau obligasi konvensional lainnya. Memang *opportunity cost*, dan penurunan kinerja pendapatan ini menjadi salah satu risiko bagi investor obligasi syariah. Padahal, risiko investor di obligasi syariah sebetulnya mirip saja dengan investor obligasi dengan bunga mengambang. Berbedanya adalah, struktur syariah ini sesungguhnya lebih menawarkan “keadilan”.

Tantangan lain adalah menyangkut perdagangan obligasi syariah di pasar sekunder yang mengemukakan kepentingannya karena tujuan likuiditas (*as-suyulah*). Hampir semua *Islamic bonds* dibeli untuk investasi jangka panjang, sampai jatuh tempo. Lebih banyaknya investor yang *buy and hold* memang akan membuat pasar sekundernya kurang likuid. Hal ini terjadi obligasi syariah *mudharabah* indosat.

Suksesnya sebuah pasar dan instrumen keuangan, baik syariah maupun lainnya, akan tergantung pada faktor kepercayaan atas sistem dan proses, keragaman dan kualitas produk, serta keyakinan investor dan emiten untuk menggunakan produk

keuangan tersebut (Huda, dan Mustafa Edwin Nasution, 2008:106).

KESIMPULAN

Obligasi Islam adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip Islam 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. Sehingga dapat terlihat dari sini bahwa akad obligasi syariah bukan utang piutang tetapi penyertaan atau investasi.

Berdasarkan ketentuan DSN, saat ini obligasi syariah yang diterbitkan di Indonesia masih terbatas hanya pada 2 akad yaitu *mudharabah* dan *ijarah*. Dengan adanya produk obligasi syariah ini diharapkan agar umat muslim tidak mengalami kebimbangan lagi apabila ingin berinvestasi di pasar modal.

Ada banyak peluang untuk obligasi syariah, tetapi juga masih banyak pula hambatan ataupun tantangan yang harus dipecahkan. Sehingga harapan kedepan ekonom-ekonom rabbani muda dapat memecahkan tantangan tersebut.

DAFTAR PUSTAKA

- Dede, Abdul Fatah. *Perkembangan Obligasi Syariah (Sukuk) Di Indonesia*, Jakarta: Al-‘Adalah, 2011.
- Hartono, Jogiyanto. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta : BPFE, 2014.
- Huda, Nurul dan Mustafa Edwin Nasution. *Investasi Pada Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Kencana, 2008.

- Manan, Abdul. *Aspek Hukum dalam Penyelenggaraan Investasi dipasar modal syariah Indonesia*. Jakarta : Kencana, 2009.
- Rahmawati. Motivasi, Batasan, dan Peluang Manajemen Laba (Studi Empiris pada Industri Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 23 (4) : 385-403, 2008.
- Rodoni, Ahmad. *Lembaga Keuangan Syariah*. Jakarta Zikrul Hakim, 2008.
- Sholihin, Ahmad Ifham. *Buku Pintar Ekonomi Syariah*. Jakarta : PT Gramedia, 2010.
- Sudarsono, Heri. *Bank & Lembaga Keuangan Syariah: Deskripsi dan Ilustrasi*. Yogyakarta: Ekonisia, 2012.
- Umam, Khaerul. *Pasar Modal Syariah dan Praktek Pasar Modal Syariah*. Bandung: Pustaka Setia, 2013.
- Yuliana, Indah. *Investasi Produk Keuangan Syariah*, Malang: UIN Maliki Press. 2010.

