

# **Analisis Komparatif Biaya Hutang Sukuk Dan Obligasi Perusahaan**

**Burhanuddin Jiwandaru**  
*Alumni Program Studi  
Manajemen Keuangan Syariah  
STEI Tazkia*

**M.Rizal Taufiqurrahman**  
*Staf Pengajar Program Studi  
Manajemen Keuangan Syariah  
STEI Tazkia*

## **Abstrak**

*Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui perbandingan biaya hutang sukuk dibandingkan dengan obligasi sebagai sumber dana bagi perusahaan. Objek pada penelitian ini adalah seluruh sukuk dan obligasi korporasi yang diterbitkan perusahaan-perusahaan di Indonesia sejak Oktober 2006 sampai Juli 2010. Metode yang dilakukan dalam penelitian ini ialah dengan membandingkan rata-rata biaya hutang sukuk dengan rata-rata biaya hutang obligasi pada perusahaan. Hasil analisis data menunjukkan bahwa rata-rata biaya hutang dari seluruh sukuk hampir sama daripada rata-rata biaya hutang dari seluruh obligasi. Berdasarkan data penelitian juga terdapat 21 obligasi yang memiliki biaya hutang yang sama dengan biaya hutang sukuknya, dan hanya terdapat dua obligasi memiliki biaya hutang yang sedikit lebih tinggi dari biaya hutang sukuknya.*

*JEL Classification : G10, G14, G30*

**Kata kunci:** *Biaya Hutang, Obligasi, Sukuk*

## **1. Pendahuluan**

### **1.1. Latar Belakang**

Obligasi Syariah atau yang biasa disebut dengan istilah Sukuk ialah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan Emiten (perusahaan penerbit obligasi) kepada pemegang Sukuk yang mewajibkan Emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang Sukuk berupa bagi hasil /margin / fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo sesuai dengan akadnya. Sukuk kini telah menjadi bagian yang tak terpisahkan dalam sistem keuangan global. Pada tahun 2007, nilai sukuk yang diperdagangkan di pasar global telah meningkat lebih dari dua kali dibandingkan tahun 2006, dan mencapai US\$62 miliar dibandingkan tahun 2006 sebesar US\$27 miliar. Dari tahun 2001 hingga tahun 2006, Sukuk mengalami pertumbuhan rata-rata sebesar 123%.

Dibandingkan dengan penerbitan sukuk global, penerbitan sukuk di Indonesia masih sangat sedikit sekali. Tahun 2008, tercatat ada 121 penerbitan produk syariah dari sukuk global sebesar US\$ 16,7 miliar atau setara dengan Rp 160 triliun. Kemudian di 2009 meningkat secara signifikan, terdapat 750 penerbitan global mencapai US\$ 32 miliar. Pada semester I-2010 terdapat 348 penerbitan sukuk global dengan mencapai US\$ 21 miliar.

Lambatnya perkembangan sukuk di Indonesia tersebut mengakibatkan posisi Indonesia nyaris tidak diperhitungkan oleh para praktisi keuangan syariah global. Padahal, Indonesia adalah negara berpenduduk muslim terbesar di dunia. Dan sangat ironis bahwa perhatian para praktisi keuangan syariah baik dari Timur Tengah, Eropa, dan Amerika Serikat (AS) tersebut justru tertuju pada Singapura dan Malaysia yang di anggap sebagai *islamic financial hub* selain Qatar, Dubai, dan Bahrain. Kondisi ini memang tak lepas dari perkembangan keuangan syariah di Indonesia yang pertumbuhannya berjalan lambat. Dan belum banyak institusi di Indonesia yang memanfaatkan instrumen keuangan syariah, seperti obligasi syariah (sukuk) dalam aktivitas fundraising mereka.

Dalam tulisan ini penulis ingin meneliti perbandingan kinerja sukuk dengan obligasi sebagai sumber pendanaan bagi perusahaan. Hasil yang ingin dicapai ialah untuk mengetahui apakah biaya hutang sukuk sama atau lebih besar dibandingkan dengan biaya hutang obligasi bagi perusahaan sehingga mempengaruhi lambatnya pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia. Diharapkan dari hasil penelitian ini dapat menjadi referensi bagi para pengambil keputusan di perusahaan dalam menentukan instrument surat hutang dari berbagai alternative sumber pendanaan yang ada.

## **2. Kajian Pustaka**

### **2.1. Obligasi**

#### **Pengertian Obligasi**

Obligasi ialah surat tanda bukti bahwa investor pemegang obligasi memberikan pinjaman hutang bagi emiten penerbit obligasi. Oleh karena itu, emiten obligasi akan memberikan kompensasi bagi investor pemegang obligasi, berupa kupon yang dibayarkan secara periodik terhadap investor. Dengan demikian, obligasi bisa dikatakan sebagai salah satu instrumen pasar modal yang memberikan pendapatan tetap (*fixed-income securities*) bagi pemegangnya

#### **Karakter Obligasi**

Menurut Rahardjo (2003), Beberapa karakter obligasi antara lain:

1. Nilai penerbitan

Pada penerbitannya perusahaan dengan jelas menyatakan berapa jumlah dana yang dibutuhkan dan hal ini tercermin pada nilai obligasi yang ditawarkan.

2. Jangka waktu

Penerbitan obligasi memiliki jangka waktu pembayaran yangbermacam-macam pada

umumnya antara 5-30 tahun, namun kebanyakan menerbitkan dalam jangka waktu lima tahun.

3. Tingkat suku bunga

Pemberian return bagi investor didasarkan pada tingkat suku bunga, semakin tinggi suku bunga obligasi maka semakin tinggi return yang diberikan bagi investor yaitu semakin besar pembayaran bunga tiap periode atau diskonto yang lebih besar pada zero coupon bond.

4. Jadwal pembayaran bunga

Terdapat bermacam-macam periode pembayaran bunga, pada umumnya dibayarkan setiap semester atau triwulanan sesuai kesepakatan.

5. Jaminan

### **Tujuan Penerbitan Obligasi**

Pada umumnya tujuan perusahaan dalam menerbitkan obligasi ialah untuk mendapatkan pendanaan baik untuk ekspansi usaha, pembelian aset tetap, modal kerja, membiayai hutang yang akan jatuh tempo, pembelian saham perusahaan lain, hingga pembelian kembali saham sendiri (buyback).

## **2.2. Sukuk**

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.

Menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) MUI, Sukuk adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan perusahaan (emiten) kepada pemegang Sukuk yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang sukuk berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

### **Jenis-Jenis Sukuk**

Terdapat 14 jenis sukuk yang sudah diakui oleh Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) untuk sukuk berstandar syariah. Saat ini setidaknya ada dua jenis Sukuk yang sedang berkembang di Indonesia: Sukuk Mudharabah dan Ijarah, keduanya sesuai kaidah syariah namun berbeda dalam penghitungan, penilaian dan pemberian hasil (return).

1. Sukuk Mudharabah (Bagi Hasil)

Sukuk mudharabah adalah sukuk yang menggunakan akad mudharabah. Akad mudharabah adalah akad kerjasama antara pemilik modal (shahibul maal / investor) dengan pengelola (mudharib / emiten). dengan memperhatikan substansi fatwa DSN-MUI No. 7/ DSN-MUI/ IV/2000 tentang Pembiayaan Mudharabah.

## 2. Sukuk Ijarah (Sewa)

Sukuk ijarah adalah sukuk berdasarkan akad ijarah. Akad ijarah adalah suatu jenis akad untuk mengambil manfaat dengan jalan penggantian. Artinya, pemilik harta memberikan hak untuk memanfaatkan objek yang ditransaksikan melalui penguasaan sementara atau peminjaman objek dengan manfaat tertentu dengan membayar imbalan kepada pemilik objek.

### **Biaya Modal (Cost of Capital)**

Biaya Modal adalah biaya riil yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk memperoleh dana baik yang berasal dari hutang, saham preferen, saham biasa, maupun laba ditahan untuk mendanai suatu investasi atau operasi perusahaan.

Biaya modal adalah faktor kunci dalam keputusan yang berhubungan dengan penggunaan modal hutang atau modal ekuitas. Biaya modal adalah biaya yang harus dikeluarkan/harus dibayar. Untuk mendapatkan modal yang baik yang berasal dari hutang, saham preferen, saham biasa, maupun laba yang ditahan untuk membiayai investasi perusahaan. Konsep biaya modal hanya relevan untuk keputusan jangka panjang.

### **Biaya Hutang (Cost of Debt)**

Biaya hutang setelah pajak ( $K_d(1-T)$ ) digunakan untuk menghitung biaya modal rata-rata tertimbang, dan hal itu merupakan suku bunga hutang  $K_d$ , dikurangi penghematan pajak yang dihasilkan karena bunga sudah dikurangi.

### **Biaya Hutang Sukuk**

Dalam penghitungan biaya modal untuk sukuk tidak dikenal adanya bunga. Penghitungan tingkat keuntungan yang diminta investor sukuk ( $K_f$ ) berbeda-beda berdasarkan akadnya. Dalam sukuk ijarah emiten membayar biaya sewa ( $c$ ) yang tetap kepada investor, sedangkan pada sukuk mudharabah, emiten membayar bagi hasil investor ( $p$ ) sesuai dengan tingkat keuntungan yang dihasilkan. Selanjutnya keuntungan investor tersebut ditambah pembayaran pokok pinjaman ( $N$ ) dengan dana yang diberikan saat ini (harga surat berharga/obligasi =  $N_b$ ). Karena pembayaran bunga merupakan pengurang pajak, maka biaya hutang setelah pajak ( $K_i$ ) harus disesuaikan dengan cara mengalikan  $(1-pajak)$ .

### **Biaya Mengambang (Floatation Costs)**

Perusahaan yang mencari modal jangka panjang mempunyai dua jenis biaya mengambang (floatation costs). Pertama, sebaran penjamin efek (underwriter's spread). Kedua, ialah biaya penerbitan yang termasuk pencetakan dan penggrafiran, biaya hukum, biaya akuntansi, biaya perwalian, dan beberapa komponen lainnya. (Keown, et. al., 2005)

## 2.3. Penelitian Terdahulu

Penelitian yang berkaitan dengan variabel biaya emisi ialah penelitian yang telah dilakukan oleh Tim Studi Penggunaan Dana Hasil Penawaran Umum Bapepam-

LK (2009). Penelitian yang dilakukan merupakan studi pendahuluan yang berusaha mencermati penggunaan dana hasil penawaran umum oleh emiten yang telah mendapatkan pernyataan efektif dari Bapepam-LK pada sepanjang tahun 2008 melalui proses pengidentifikasian, penginventarisasian, dan pemetaan penggunaan dana hasil penawaran umum, dan menganalisis sejauhmana penggunaan dana tersebut bermanfaat dan berpengaruh terhadap aspek operasional dan keuangan perusahaan.

Salah satu aspek penggunaan dana hasil penawaran umum yang diteliti ialah mengenai biaya penawaran umum untuk seluruh obligasi dan sukuk pada tahun 2008. Hasil pengolahan data menunjukkan bahwa biaya penawaran umum untuk sukuk lebih tinggi dari biaya penawaran umum untuk obligasi baik secara keseluruhan maupun secara per emisinya.

### **3. Metodologi Penelitian**

#### **3.1. Variabel Data dan Definisi Operasional**

Variabel dan definisi operasional yang akan digunakan meliputi:

1. Sebagai variabel yang dipengaruhi ialah tingkat biaya hutang sukuk dan obligasi (Kd dan Kf).
2. Tingkat pengembalian yang diharapkan investor yaitu berupa bunga (I) untuk obligasi, tingkat biaya sewa yang dibayar emiten (c), dan tingkat total keuntungan atau pendapatan yang sudah dibagihasilkan (Tp).
3. Nilai nominal atau nilai obligasi dan sukuk pada akhir umurnya (N) yaitu nilai yang dibayarkan kepada investor pada saat jatuh tempo.
4. Nilai bersih penjualan obligasi setelah biaya mengambang (Nb) yaitu setelah dikurangi biaya-biaya yang dibutuhkan untuk melakukan emisi obligasi maupun sukuk.
5. Umur obligasi (n) yaitu jangka waktu obligasi maupun sukuk.

#### **3.2. Metode dan Teknik Pengumpulan Data**

Untuk memperoleh data dan informasi, pada studi ini dilakukan beberapa pendekatan. Yang pertama adalah melakukan pengumpulan data berupa laporan Prospektus Obligasi dan Sukuk dari semua perusahaan yang memenuhi kriteria objek penelitian. Pendekatan yang kedua adalah melakukan kunjungan ke salah satu emiten dimana pemilihan contoh ini dilakukan secara sengaja (purposive sampling). Sedangkan kriteria objek penelitian ialah seluruh obligasi dan sukuk dari perusahaan yang telah melakukan emisi baik sukuk maupun obligasi yang diterbitkan di Indonesia terhitung sejak Oktober 2006 sampai dengan Juli 2010.

Adapun kualifikasi objek data penelitian lainnya ialah berikut ini:

1. Sukuk beserta obligasi yang dibandingkan tersebut diterbitkan oleh perusahaan yang sama dan pada tahun yang sama
2. Sukuk beserta obligasi tersebut diterbitkan dengan jangka waktu yang Sama

3. Sukuk yang menjadi objek penelitian adalah Sukuk Ijarah karena tingkat return (imbalan) dari sukuk ini dapat diketahui di awal akad yang tercantum di Prospektus.

### **3.3. Metode Pengolahan dan Analisa Data**

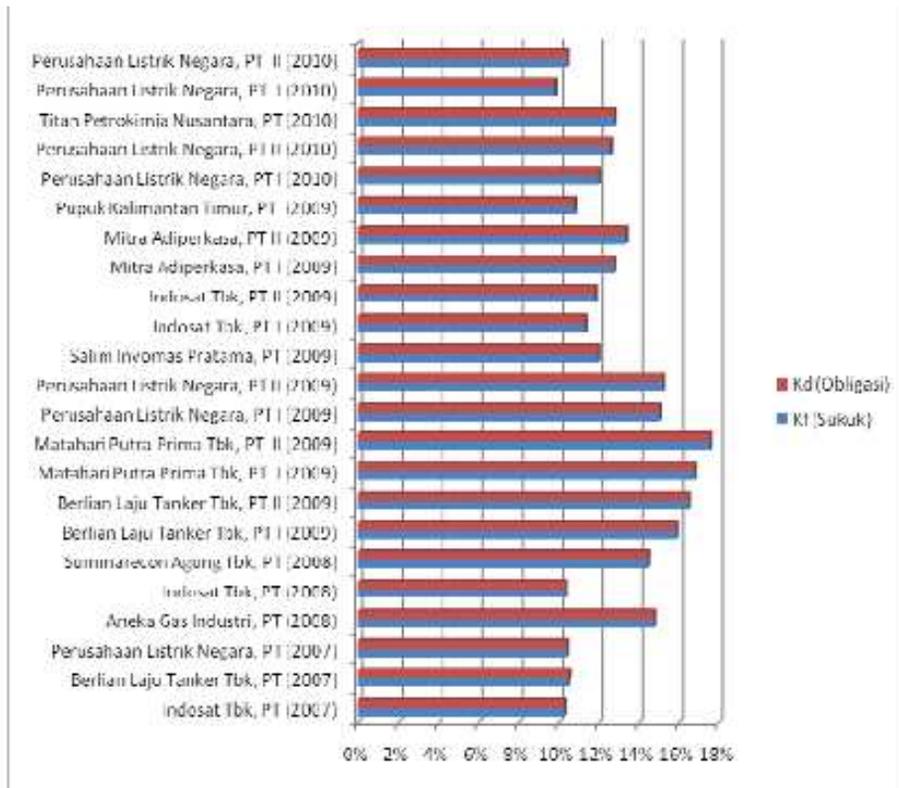
Data yang diperoleh dieksplorasi dan dianalisis secara deskriptif dan disajikan melalui Grafik dan Tabel. Data tentang nilai realisasi biaya hutang obligasi dan sukuk akan dianalisis dan dibandingkan. Sementara itu, data hasil wawancara disajikan dalam bentuk narasi dengan meringkas temuan-temuan yang dianggap menarik dan perlu dibahas.

## **4. Analisa dan Pembahasan**

Metode rata-rata hitung akan menghasilkan biaya rata-rata masing-masing kelompok obligasi dan sukuk. Biaya hutang rata-rata dari kelompok data itu, diperkirakan dapat mewakili seluruh biaya hutang yang ada dalam kelompok tersebut selama periode Oktober 2006 – Juli 2010. Untuk memperoleh besar biaya hutang yang dimiliki masing-masing obligasi dan sukuk yang akan diperbandingkan, penulis melakukan pengolahan data dengan menggunakan Software Excel. Penulis mengelompokkan hasil olah data biaya hutang dalam dua kelompok yaitu kelompok sukuk dan obligasi untuk melakukan perbandingan.

Pada Gambar 4.7 tampak bahwa biaya hutang sukuk terkecil terdapat pada Sukuk Ijarah PLN V Tahun 2010 Seri A yang berjangka 5 tahun dengan biaya hutang sebanyak 9,8271%. Sedangkan biaya hutang terbesar terdapat pada Sukuk Ijarah Matahari Putra Prima II Tahun 2009 Seri B yang berjangka 5 tahun dengan biaya hutang sebanyak 17,5699%.

Selain itu tampak juga bahwa biaya hutang obligasi terkecil terdapat pada Obligasi PLN XII Tahun 2010 Seri A yang berjangka 5 tahun dengan biaya hutang sebanyak 9,8271%. Sedangkan biaya hutang terbesar terdapat pada Obligasi Matahari Putra Prima III Tahun 2009 Seri B yang berjangka 5 tahun dengan biaya hutang sebanyak 17,5699%.



**Gambar 4.7. Tingkat Biaya Hutang Obligasi dan Sukuk Perusahaan**

Tercatat hanya terdapat dua objek data yang memiliki biaya hutang obligasi sedikit berbeda dengan biaya hutang sukuk-nya. Dua objek data tersebut ialah obligasi dan sukuk yang diterbitkan oleh PT Berlian Laju Tanker dan PT Summarecon Agung. Akan tetapi perbedaan biaya hutang obligasi dengan sukuk pada dua perusahaan tersebut cenderung terlalu kecil dan tidak signifikan.

Berdasarkan pada hasil olah data diketahui bahwa rata-rata biaya hutang dari seluruh sukuk dalam penelitian ini ialah sebanyak 12,950%. Sedangkan rata-rata biaya hutang dari seluruh obligasi dalam penelitian ini ialah sebanyak 12,953%. Dengan demikian rata-rata biaya hutang dari seluruh sukuk ialah hampir sama karena perbedaan antar keduanya terbilang sangat kecil yaitu hanya 0,003%. Berdasarkan data penelitian juga terdapat 21 obligasi yang memiliki biaya hutang yang sama dengan biaya hutang sukuk-nya, dan hanya ada dua obligasi memiliki biaya hutang yang lebih tinggi dari biaya hutang sukuk-nya.

## 5. Penutup

### 5.1. Kesimpulan

Menurut hasil analisa data maka diketahui bahwa rata-rata biaya hutang sukuk hampir sama dengan rata-rata biaya hutang obligasi. Biaya hutang dari seluruh sukuk

dalam penelitian ini ialah sebanyak 12,950%. Sedangkan rata-rata biaya hutang dari seluruh obligasi dalam penelitian ini ialah sebanyak 12,953%. Dengan demikian perbedaan rata-rata biaya hutang sukuk dengan biaya hutang untuk obligasi sangat kecil dan tidak signifikan.

Berdasarkan data penelitian terdapat 21 obligasi yang memiliki biaya hutang yang sama dengan biaya hutang sukuk-nya, dan hanya ada dua obligasi memiliki biaya hutang yang lebih tinggi dari biaya hutang sukuk-nya. Akan tetapi perbedaan hutang obligasi dan sukuk pada dua perusahaan tersebut terbilang sangat kecil.

Pada umumnya keputusan perusahaan dalam memilih instrument surat hutang berdasarkan pada pertimbangan dari sisi demand (permintaan) pasar. Perusahaan akan menilai seberapa besar permintaan pasar terhadap baik sukuk maupun obligasi sebagai dasar pertimbangan pengambilan keputusan. Daya serap pasar mempengaruhi seberapa besar nominal sukuk maupun obligasi yang akan diterbitkan perusahaan.

## 5.2. Rekomendasi

Berdasarkan analisis dan kesimpulan yang diperoleh dalam penelitian ini, beberapa rekomendasi yang dapat penulis berikan adalah:

1. Sumber data utama penelitian ini berasal dari dokumen Prospektus yang diterbitkan perusahaan. Ada kemungkinan informasi biaya emisi yang tercantum pada prospektus berbeda dengan realisasinya. Oleh karena itu, penulis menyarankan untuk penelitian berikutnya agar dapat menggunakan data dari Formulir Nomor: X.K.4-1. Formulir ini merupakan laporan yang wajib diberikan oleh perusahaan emiten kepada Bapepam-LK secara berkala tiap tiga bulan.
2. Penulis menyarankan untuk mengadakan penelitian pada variabel-variabel yang mempengaruhi permintaan sukuk di pasar (demand side) untuk mengetahui jika ada variabel yang menyebabkan permintaan atas sukuk di pasar lebih sedikit dibandingkan dengan permintaan atas obligasi yang dapat menyebabkan pasar sukuk tidak likuid.

## Daftar Pustaka

- Adisaputro Drs.Gunawan, M.B.A., Yunita Anggarini, SE.,M.Si. 2007. Anggaran Bisnis. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Alvi, Ijlal. Islamic Cost of Capital. International Islamic Financial Market (IIFM).
- Arifin, Dr.Ir Agus Zainal. Manajemen Keuangan. Jakarta: Pusat Pengembangan Bahan Ajar UMB.
- Azmi, M. Showwam. Konsep Biaya Modal Obligasi Syari'ah Mudharabah. Rabu, 03 Desember 2008. ekisonline.com
- Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan. 2010. Laporan Tahunan 2009. Jakarta: Bapepam-LK.

- Firdaus, Muhammad, dkk. 2005. Konsep Dasar Obligasi Syari'ah. Jakarta: Renaisans..  
Harian Ekonomi & Bisnis Kontan. Prospek Sukuk di Indonesia. Kamis, 26 Juni 2008.
- Huda, Nurul dan Mustafa Edwin Nasution. 2007. Investasi pada Pasar Modal Syariah. Jakarta: Kencana Prenada Media Group.
- Ibrahim, Ida Musdafiah. Analisis Obligasi Syariah (Sukuk) Bagi Perkembangan Investasi di Indonesia.
- Jusmaliani, et.al. 2008. Investasi Syariah: Implementasi Konsep Pada Kenyataan Empirik, Yogyakarta: Kreasi Wacana.
- Keown, Arthur J. et. al. 2005. Financial Management, (tenth ed.). New Jersey: Pearson Prentice Hall.
- Manan, Prof.DR.H. Abdul, SH, S.IP, M.Hum. Obligasi Syariah.
- Martono dan Agus H. 2001. Manajemen Keuangan. Yogyakarta: Ekonisia.
- Riduwan. 2003. Dasar-Dasar Statistika. Bandung: Alfabeta
- Samsudin, Anna Maria. 2008. Paying Price: Conventional versus Islamic. Islamic Finance Asia, Agustus / September 2008.
- Setiawan, Aziz Budi. Obligasi (Suukok) Syariah: Alternatif Pendanaan Korporasi
- Shubber, Kadom dan Eid Alzafiri. 2008. International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management Vol.1 No.1 : Cost Of Capital Of
- Islamic Banking Institutions: An Empirical Study of A Special Case. Emerald Standard and Poor's Press Release. Islamic Finance Outlook 2010. 27 Januari 2010. McGraw-Hill.
- Standard and Poor's Press Release. Sukuk Market Has Continued To Progress In 2009, Despite Some Roadblocks. 2 September 2009. McGraw-Hill.
- Sudarsono, Heru. 2007. Bank dan Lembaga Keuangan Syariah. Ekonosia-FH UII: Yogyakarta.
- Tandelilin, Eduardus. 2001. Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Tim Studi Penggunaan Dana Hasil Penawaran Umum Bapepam. 2009. Laporan Studi Penggunaan Dana Hasil Penawaran Umum. Jakarta: Bapepam-LK