

REKONSTRUKSI OBLIGASI: INVESTASI DALAM PERSPEKTIF SYARIAH

Nurul Fatma Hasan & M. Mujib Utsmani

SEKOLAH TINGGI AGAMA ISLAM NU MOJOKERTO

nuur.fathma.hassan@gmail.com

Abstract

Investment is highly recommended in Islam. The Al-Quran and Al-Hadith of Prophet Muhammad PBUH and companions support the existence of investment in the use of productive capital resources. The investment must be in accordance with the rules of Islam. Norms in investing according to sharia are free from elements of usury, uncertainty (gharar), gambling (maysir), haram, and syubhat. Bond is one form of investment, but the practice of conventional bonds is usury which is clearly forbidden by the verses of the Qur'an and hadith Saheeh and consensus (ijma ') of the scholars both salaf and khalaf. The reconstruction of bonds to conform to sharia principles needs to take into account some of the underlying prohibitions with bonds. Basically the fundamental difference between sharia bonds and conventional bonds lies in the determination of interest rates of magnitude determined at the beginning of the transaction. Syariah bonds are not a fixed interest-bearing debt as contained in conventional bonds, but rather are fund-raisers based on the principle of profit-sharing. The transaction is not a debt of accounts receivable but an inclusion. Sharia bonds (sukuk) as a form of financing and investment allow some form of structure that can be offered to avoid usury. Sharia bonds can be profit sharing based on mudharabah / muqaradhadh / qiradh or musyarakah. While margin / fee based on murabaha or salam or istishna '.

Investasi sangat dianjurkan dalam Islam. *al-Quran* dan *al-Hadith* dari Nabi Muhammad SAW dan sahabat mendukung adanya investasi berupa penggunaan sumber daya modal yang produktif. Investasi yang dilakukan tentunya harus sesuai dengan aturan Islam. Norma dalam berinvestasi menurut syariah adalah bebas dari unsur riba, ketidakpastian (*gharar*), judi (*maysir*), *haram*, dan *syubhat*. Obligasi merupakan merupakan salah satu bentuk investasi, namun praktik obligasi konvensional adalah riba yang diharamkan secara jelas oleh ayat-ayat *al-Qur'an* dan hadith-hadith shahih serta konsesus (*ijma'*) ulama baik *salaf* maupun *khalaf*. Rekonstruksi obligasi agar sesuai dengan kaidah-kaidah syariah perlu memerhatikan beberapa larangan yang mendasari bermuamalah dengan obligasi. Pada dasarnya perbedaan mendasar antara obligasi syariah dan obligasi konvensional terletak pada penetapan bunga yang besarnya sudah ditentukan di awal transaksi. Obligasi syariah bukan merupakan utang berbunga tetap sebagaimana yang terdapat dalam obligasi konvensional, tetapi lebih merupakan penyerta dana yang didasarkan pada prinsip bagi hasil. Transaksinya bukan akad

utang piutang melainkan penyertaan. Obligasi syariah (sukuk) sebagai bentuk pendanaan (*financing*) dan sekaligus investasi (*investment*) memungkinkan beberapa bentuk struktur yang dapat ditawarkan untuk tetap menghindarkan pada riba. Obligasi syariah dapat berupa bagi hasil berdasarkan akad *mudharabah/muqaradhah/qiradh* atau *musyarakah*. Sedangkan *margin/fee* berdasarkan akad *murabahah* atau *salam* atau *istishna'*.

Key words: *investment, bonds, Sharia bonds, sukuk.*

Pendahuluan

Islam sebagai agama yang sempurna memuat ajaran dan norma yang mengatur seluruh aktivitas manusia di segala bidang. Islam sangat menjunjung tinggi ilmu pengetahuan yang memiliki gradasi (*tadrij*) dari tahapan diskursus (*ilmu al-yaqin*), implementasi (*ain al-yaqin*) serta hakikat akan sebuah ilmu (*haqq al-yaqin*). Sementara, trikotomi pengetahuan menjelaskan bahwa ada tiga jenis pengetahuan, yaitu pengetahuan instrumental, pengetahuan intelektual, dan pengetahuan spiritual.

Investasi sebagai salah satu bagian dari aktivitas perekonomian merupakan salah satu ajaran dan konsep Islam yang memenuhi proses tadrij dan trikotomi pengetahuan tersebut. Hal ini dapat dibuktikan bahwa konsep investasi selain sebagai pengetahuan juga bernuansa spiritual karena menggunakan norma Islam, sekaligus merupakan hakekat dari sebuah ilmu dan amal. Oleh karenanya investasi sangat dianjurkan bagi setiap muslim.

Apabila hukum Islam dicermati mengenai investasi maka dapat dipahami bahwa hal dimaksud, mendorong masyarakat ke arah usaha nyata yang produktif. Dalam Islam yang perlu dihayati adalah dana harus dinamik tidak boleh ada *leakage* dan tidak boleh keluar dari peredaran, artinya menyimpan dana sehingga menjadi tidak produktif adalah sesuatu yang dilarang. Pelarangan ini tentunya mempunyai tujuan. Pertama, tujuan menjaga kekekalan penyuburan harta dan pertambahannya. Kedua, tujuan menjaga kekekalan pertukaran harta. Ketiga, tujuan memastikan kesenangan yang sempurna bagi individu dan masyarakat.

Anjuran untuk berinvestasi tentunya tidak serta merta menyebabkan seorang Muslim berinvestasi tanpa memerhatikan rambu-rambu dalam Islam. Rambu-

rambu tersebut di antaranya adalah memerhatikan yang halal lagi baik, tidak menggunakan cara batil, tidak berlebih-lebihan atau melampaui batas, tidak dizalimi maupun menzalimi, menjauhkan diri dari unsur riba, maysir (perjudian dan *intended speculation*), dan *gharar* (ketidakjelasan dan manipulatif), serta tidak melupakan tanggungjawab sosial berupa zakat, infak, dan sedekah. Inilah yang membedakan sistem ekonomi Islam dengan perekonomian konvensional yang menggunakan prinsip *self interest* (kepentingan pribadi) sebagai dasar perumusan konsepnya.

Pada umumnya investasi di kalangan masyarakat saat ini dibedakan menjadi dua, yaitu investasi pada *financial asset* dan investasi pada *real asset*. Investasi pada *financial asset* dilakukan di pasar uang, misalnya berupa sertifikat deposito, *commercial paper*, Surat Berharga Pasar Uang (SBPU), dan lainnya. Investasi juga dapat dilakukan di pasar modal, misalnya berupa saham, obligasi, *warrant*, opsi, dan lainnya. Sedangkan investasi pada *real asset* dapat dilakukan dengan pembelian aset produktif, pendirian pabrik, pembukaan pertambangan, perkebunan, dan yang lainnya.

Penelitian ini merupakan penelitian pustaka yang akan membahas salah satu jenis investasi yang sudah umum di kalangan masyarakat, yaitu investasi melalui obligasi atau surat utang. Obligasi merupakan istilah dari surat berharga bagi penetapan utang dari pemilik/pihak yang mengeluarkan obligasi atas suatu proyek dan memberikan kepada pemegangnya hak bunga yang telah disepakati di samping nilai nominal obligasi tersebut pada saat habisnya masa utang. Pemberian hak bunga kepada pemegang obligasi ini sangat mirip dengan praktik riba jahiliyah. Jika memang hak bunga ini adalah riba, maka diperlukan rekonstruksi agar obligasi yang sudah lazim di masyarakat ini sesuai dengan kaidah-kaidah syariah Islam. Oleh karena itu, penelitian ini akan membahas mengenai “Rekonstruksi Obligasi: Investasi dalam Perspektif Syariah”.

Investasi

Kata investasi merupakan serapan dari bahasa Inggris, yaitu *investment* yang berarti menanam. Dalam kamus istilah Pasar Modal dan Keuangan, investasi diartikan sebagai penanaman uang atau modal dalam suatu perusahaan atau

proyek untuk tujuan memperoleh keuntungan. Sedangkan dalam Kamus Lengkap Ekonomi, investasi didefinisikan sebagai penukaran uang dengan bentuk-bentuk kekayaan lain seperti saham atau harta tidak bergerak yang diharapkan dapat ditahan selama periode waktu tertentu supaya menghasilkan pendapatan.¹

Investasi dapat dilakukan pada *financial asset* maupun *real asset*. Investasi pada *financial asset* dilakukan di pasar uang, misalnya berupa sertifikat deposito, *commercial paper*, Surat Berharga Pasar Uang (SBPU), dan lainnya. Investasi juga dapat dilakukan di pasar modal, misalnya berupa saham, obligasi, *warrant*, opsi, dan lainnya. Sedangkan investasi pada *real asset* dapat dilakukan dengan pembelian aset produktif, pendirian pabrik, pembukaan pertambangan, perkebunan, dan yang lainnya.²

Pada umumnya pola investasi dapat dibedakan menjadi dua macam; investasi langsung dan investasi portofolio. Pola pada investasi langsung adalah investor atau penanam modal menyalurkan dananya pada usaha atau proyek secara langsung. Sedangkan investasi portofolio merupakan pola investasi dimana investor menyalurkan dananya kepada manajer atau perusahaan investasi tertentu, kemudian investor tersebut akan mendapatkan bukti investasi berupa sertifikat investasi seperti saham, obligasi ataupun bentuk-bentuk lainnya.³

Setiap investor tentunya ingin mendapatkan return (keuntungan) yang tinggi dengan risk (resiko) yang rendah, hal ini sesuai dengan istilah umum dalam investasi “*High risk high return, low risk low return*”. Investasi yang mendatangkan return (keuntungan) yang tinggi tentunya mempunyai resiko yang tinggi pula, dan sebaliknya investasi yang tingkat return (keuntungan)nya rendah maka tingkat resikonya juga rendah. Investasi secara langsung akan mendatangkan keuntungan yang tinggi akan tetapi memiliki tingkat resiko yang tinggi pula.

¹ Nurul Huda dan Mustafa Edwin Nasution, *Investasi pada Pasar Modal Syariah* (Jakarta: Kencana Prenada Media Group, 2007), 7.

² Nurul Huda dan Mustafa Edwin Nasution, 8.

³ Royyan Ramdhani Djayusman, “Islamic Bonds: Tinjauan Fikih dan Keuangan”, *Addin*, Vol. 8, No. 1 (Februari, 2014), 185.

Selain tidak bersifat liquid (cair) investasi langsung juga lebih banyak membutuhkan waktu dan tenaga para investor untuk mengawasi, mengelola dan mengembangkan usahanya. Bagi para investor yang tidak terlalu mengambil banyak risiko, investasi portofolio merupakan pilihan yang cukup tetap untuk menginvestasikan dananya. Selain memiliki tingkat resiko yang rendah, investasi portofolio dapat bersifat liquid dalam waktu tertentu.

Di antara instrumen investasi portofolio, obligasi (surat utang) merupakan instrumen yang sangat safety (aman) dan liquid (cair). Obligasi bersifat liquid artinya dana investasi dapat diambil kembali berikut tambahan keuntungan (bunga) dari jangka waktu yang telah disepakati. Obligasi sangat safety (aman) apalagi obligasi yang dikeluarkan negara. Dalam saham, para investor akan mendapatkan keuntungan bersih yang dibagi dalam bentuk deviden. Pada obligasi, dimana dana investor adalah sebagai dana pinjaman (utang) maka pihak yang menerbitkan obligasi (kreditur) tersebut akan melunasi kewajibannya terlebih dahulu kepada investor, kewajiban itu berupa pembayaran dana investasi berikut bunganya. Sehingga return (keuntungan) dari obligasi lebih kompetitif daripada pembagian deviden pada saham.

Investasi dalam Perspektif Syariah

Dalam Islam, investasi merupakan kegiatan muamalah yang sangat dianjurkan, karena dengan berinvestasi harta yang dimiliki menjadi produktif dan juga mendatangkan manfaat bagi orang lain. Para ulama sepakat bahwa sistem penanaman modal dibolehkan dalam Islam. Dasar hukumnya adalah ijma' ulama yang membolehkannya.

Diriwayatkan dalam *al-Muwaththa'* dari Zaid ibn Aslam, dari ayahnya bahwa ia menceritakan, "Abdullah dan Ubaidullah ibn Umar ibn al-Khaththab pernah keluar dalam satu pasukan ke negeri Irak. Ketika mereka kembali, mereka lewat di hadapan Abu Musa al-Asy'ari, yakni gubernur Bashrah. Beliau menyambut mereka berdua dan menerima mereka sebagai tamu dengan suka cita. Beliau berkata, 'Kalau aku bisa melakukan sesuatu yang berguna buat kalian, pasti akan kulakukan.' Kemudian beliau melanjutkan, 'Sepertinya aku bisa melakukannya. Ini ada uang dari Allah yang akan kukirimkan kepada Amirul

Mukminin. Saya meminjamkannya kepada kalian untuk kalian belikan sesuatu di Irak ini, kemudian kalian jual di kota Madinah. Kalian kembalikan modalnya kepada Amirul Mukminin, dan keuntungannya kalian ambil.' Mereka berkata, 'Kami suka itu.' Maka beliau menyerahkan uang itu kepada mereka dan menulis surat untuk disampaikan kepada Umar ibn al-Khaththab agar Amirul Mukminin itu mengambil uang yang dia titipkan dari mereka. Sesampainya di kota Madinah, mereka menjual barang itu dan mendapatkan keuntungan. Ketika mereka membayar uang itu kepada Umar, Umar lantas bertanya, 'Apakah setiap anggota pasukan diberi pinjaman oleh Abu Musa seperti yang diberikan kepada kalian berdua?' Mereka menjawab, 'Tidak.' Beliau berkata, 'Apakah karena kalian adalah anak-anak Amirul Mukminin sehingga ia memberi kalian pinjaman? Kembalikan uang itu beserta keuntungannya.' Adapun Abdullah hanya membungkan saja. Sementara Ubaidullah langsung angkat bicara, 'Tidak sepatutnya engkau berbuat demikian wahai Amirul Mukminin! Kalau uang ini berkurang atau habis, pasti kami akan bertanggung jawab.' Umar tetap berkata, 'Berikan uang itu semuanya.' Abdullah tetap diam, sementara Ubaidullah tetap membantah. Tiba-tiba salah seorang di antara sahabat Umar berkata, 'Bagaimana bila engkau menjadikannya sebagai investasi modal wahai Umar?' Umar menjawab, 'Ya, aku jadikan itu sebagai investasi modal.' Umar segera mengambil modal beserta setengah keuntungannya, sementara Abdullah dan Ubaidillah mengambil setengah keuntungan sisanya."

Diriwayatkan juga dari al-Alla ibn Abdurrahman, dari ayahnya, dari kakeknya bahwa Utsman ibn Affan memberinya uang sebagai modal usaha, dan keuntungannya dibagi dua.⁴

Bolehnya berinvestasi dalam Islam juga diperkuat dengan sabda Nabi Muhammad saw yang diriwayatkan oleh Bukhari dan Muslim dari Ibnu Umar: "Kunci-kunci gaib ada lima yang tidak seorang pun mengetahui kecuali Allah semata:

⁴ Shalah ash Shawi & Abdullah al Mushlih, *Ma La Yasa' at-Tajira Jahluhu, Fikih Ekonomi Keuangan Islam*, terj. Abu Umar Basyir (Jakarta: Penerbit Darul Haq, 2008), 169.

1. Tidak ada yang mengetahui apa yang akan terjadi pada hari esok kecuali Allah
2. Tidak ada yang dapat mengetahui kapan terjadi hari kiamat kecuali Allah
3. Tidak ada yang dapat mengetahui apa yang terjadi atau yang ada dalam kandungan rahim kecuali Allah
4. Tidak ada yang dapat mengetahui kapan turunnya hujan kecuali Allah
5. Tidak ada yang dapat mengetahui di bumi mana seseorang akan wafat.”⁵

Poin pertama bermakna investasi dunia akhirat. Di mana usaha atau pekerjaan sebagai bekal kehidupan dunia sekaligus usaha sebagai bekal akhirat tidak diketahui oleh seluruh makhluk. Poin ke dua, sebagai informasi bagi sekalian manusia untuk berinvestasi akhirat sebagai bekal yang memadai, karena tidak seorang pun mengetahui kapan terjadi hari kiamat yang pada hari itu telah ditutup pintu tobat serta amalan manusia.

Poin ke tiga, sebagai pesan untuk memiliki generasi yang berkualitas sebagai investasi jangka panjang bagi para orang tua, di mana tidak seorang pun mengetahui seberapa besar kualitas kandungan yang ada dalam rahim seseorang. Poin ke empat, pesan investasi dunia, dengan melakukan *saving* harta sebagai motivasi untuk berjaga-jaga di masa depan (*precautionary motivation*) karena turunnya air hujan dari langit disimbolkan sebagai sumber rezeki. Sedangkan poin ke lima, merupakan anjuran untuk melakukan investasi akhirat sedini mungkin, karena tidak seorangpun mengetahui ajalnya.

Dalam Islam, investasi atau pemberian modal tentu berbeda dengan membungakan uang. Ada dua perbedaan mendasar antara investasi dengan membungakan uang. Perbedaan tersebut dapat dianalisis melalui definisi hingga makna masing-masing dari kedua istilah yang dimaksud. Investasi adalah kegiatan usaha yang mengandung risiko karena berhadapan dengan unsur ketidakpastian. Oleh karena itu, perolehan kembalinya (*return*) tidak pasti dan tidak tetap. Sedangkan membungakan uang adalah kegiatan usaha yang kurang mengandung

⁵ Nurul Huda, *Investasi pada Pasar Modal Syariah*, 20.

risiko karena perolehan kembaliannya berupa bunga yang relatif pasti dan selalu menguntungkan pihak yang membungakan uang.⁶

Apabila hukum Islam dicermati mengenai investasi maka dapat dipahami bahwa hal dimaksud, mendorong masyarakat ke arah usaha nyata yang produktif. Selain itu, dapat dipahami bahwa investasi dihalalkan dan membungakan uang dilarang oleh hukum Islam. Demikian juga menyimpan uang di bank yang menggunakan prinsip-prinsip hukum Islam termasuk kategori kegiatan investasi karena perolehan kembaliannya dari waktu ke waktu tidak pasti dan tidak tetap. Besar kecilnya perolehan amat tergantung kepada hasil usaha yang benar-benar terjadi dan dilakukan oleh pihak bank sebagai *mudharib* atau pengelola dana. Bank dengan prinsip syariah tidak dapat sekedar menyalurkan uang. Bank dengan prinsip syariah harus terus berupaya meningkatkan kembalian atau *return of investment*, sehingga lebih menarik dan lebih memberi kepercayaan bagi pemilik dana atau investor.

Norma dalam berinvestasi menurut syariah adalah bebas dari unsur riba, bebas dari unsur ketidakpastian (*gharar*), bebas dari unsur judi (*maysir*), bebas dari unsur haram, dan bebas dari unsur syubhat. Dalam Islam yang perlu dihayati adalah dana harus dinamik tidak boleh ada *leakage* dan tidak boleh keluar dari peredaran, artinya menyimpan dana sehingga menjadi tidak produktif adalah sesuatu yang dilarang. Zakat dapat diumpamakan sebagai “*penalty*” dari menyimpan kekayaan, sehingga dengan zakat, paling tidak 2,5% dari kekayaan tadi harus kembali ke masyarakat. Jika semua orang membayar zakat, maka manfaatnya masih akan lebih kecil dibanding dengan jika si wajib zakat tadi melakukan investasi. Dengan zakat, jumlah penerima zakat yang dapat dibantu pasti lebih sedikit dibanding jumlah tenaga kerja yang dapat diserapnya jika uang tadi diinvestasikan dalam sektor riil.

Rasulullah saw sangat menganjurkan adanya penggunaan sumber daya modal yang produktif dengan bersabda, “*Berilah kesempatan kepada mereka yang memiliki tanah untuk memanfaatkannya dengan caranya sendiri dan jika hal itu*

⁶ Zainuddin Ali, *Hukum Perbankan Syariah* (Jakarta: Sinar Grafika, 2008), 111.

tidak dilakukan, hendaklah diberikan kepada orang lain agar memanfaatkannya."
(H.R. Muslim)

Sedangkan Umar ibn Khatthab mengatakan, "*Mereka yang mempunyai uang perlu menginvestasikannya, dan mereka yang mempunyai tanah perlu mengeluarkannya.*"⁷

Obligasi

1. Pengertian Obligasi

Obligasi berasal dari bahasa Belanda, yaitu *obligatie* yang berarti kontrak. Dalam Kamus Besar Bahasa Indonesia, obligasi adalah surat pinjaman dengan bunga tertentu dari pemerintahan yang dapat diperjualbelikan. Obligasi juga diartikan sebagai surat utang berjangka waktu lebih dari satu tahun dan bersuku bunga tertentu, dikeluarkan oleh perusahaan untuk menarik dana dari masyarakat guna menutup pembiayaan perusahaan.⁸

Obligasi merupakan surat dari suatu lembaga atau perusahaan untuk dijual kepada investor untuk mendapatkan dana segar. Dalam pasar modal obligasi didefinisikan sebagai suatu surat berharga jangka panjang yang bersifat hutang yang dikeluarkan oleh emiten dengan pemegang obligasi dengan kewajiban membayar bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok pada saat jatuh tempo kepada pemegang obligasi.⁹

Dalam Keputusan Presiden RI Nomor 775/KMK 001/1982 disebutkan bahwa obligasi adalah jenis efek berupa surat pengakuan utang atas pinjaman uang dari masyarakat dalam bentuk tertentu, untuk jangka waktu sekurang-kurangnya tiga tahun dengan menjanjikan imbalan bunga yang jumlah serta saat pembayarannya telah ditentukan terlebih dahulu oleh emiten (Badan Pelaksana pasar modal).¹⁰

Dari pengertian di atas dapat diketahui bahwa obligasi adalah surat utang yang dikeluarkan oleh emiten (bisa berupa badan hukum atau

⁷ Mochammad Nadjib, dkk., *Investasi Syariah* (Yogyakarta: Kreasi Wacana, 2008), 74.

⁸ Tim Redaksi Kamus Besar Bahasa Indonesia, *Kamus Besar Bahasa Indonesia* (Jakarta: Balai Pustaka, 2001), 793.

⁹ Rifqi Muhammad, *Akuntansi Keuangan Syariah* (Yogyakarta: P3EI Press, 2008), 64.

¹⁰ Abdul Manan, *Hukum Ekonomi Syariah dalam Perspektif Kewenangan Peradilan Agama* (Jakarta: Kencana Prenadamedia Group, 2012), 325.

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* (keuntungan yang diperoleh dari jual beli saham di pasar modal atau bursa efek).

Obligasi merupakan surat berharga yang mempunyai kekuatan hukum, memiliki jangka waktu tertentu atau masa jatuh tempo sebagaimana yang tersebut dalam surat obligasi. Obligasi dapat memberikan pendapatan tetap secara periodik dan besarnya presentase pembayaran yang diberikan secara periodik ini didasarkan atas pembayaran presentase tertentu atas nilai nominalnya atau disebut pembayaran kupon. Obligasi juga mempunyai nilai nominal yang disebut dengan nilai pari, *par-value*, *stated value*, *faced value*, atau nilai kupon.¹¹

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 dan perangkat obligasi yang dikenal di pasar modal Indonesia adalah sebagai berikut:

a. Berdasarkan penerbitan

- 1) Obligasi Pemerintah Pusat
- 2) Obligasi Pemerintah Daerah
- 3) Obligasi Badan Usaha Milik Negara
- 4) Obligasi Perusahaan Swasta

b. Berdasarkan jaminan

- 1) *Unsecured bonds/debentures* atau obligasi tanpa jaminan
- 2) *Indenture* atau obligasi dengan jaminan
- 3) *Mortgage bond* atau obligasi yang dijamin dengan properti
- 4) *Collateral trust* atau obligasi yang dijamin dengan sekuritas

¹¹Ibid, 329.

- 5) *Equipment trust certificate* atau obligasi yang dijamin asset tertentu
 - 6) *Collateralized mortgage* atau obligasi yang dijamin *pool of mortgages* atau *portofolio mortgage-backed securities*
- c. Berdasarkan jenis kupon
- 1) *Fixed rate*, obligasi yang memberikan tingkat kupon tetap sejak diterbitkan hingga jatuh tempo
 - 2) *Floating rate*, obligasi yang tingkat bunganya mengikuti tingkat kupon yang berlaku di pasar
 - 3) *Mixed rate*, obligasi yang memberikan tingkat kupon tetap untuk periode tertentu
- d. Berdasarkan peringkat
- 1) *Investment grade bonds*, minimal BB+
 - 2) *Non-investment grade bonds*, CC atau *speculative bond* dan D atau *junk bond*
- e. Berdasarkan kupon
- 1) *Coupon bonds* pada obligasi berkupon
 - 2) *Zero coupon bonds* untuk obligasi nirkupon
- f. Berdasarkan call feature
- 1) *Freely callable bond*, obligasi yang dapat ditarik kembali oleh penerbitnya setiap waktu sebelum masa jatuh tempo
 - 2) *Non-collable bond*, setelah obligasi diterbitkan dan terjual, tidak dapat dibeli/ditarik kembali oleh penerbitnya sebelum obligasi tersebut jatuh tempo
 - 3) *Deffered callable bond*, kombinasi antara *freely callable bond* dan *non-collable bond*
- g. Berdasarkan konversi
- 1) *Convertible bond*, obligasi yang dapat ditukarkan saham setelah jangka waktu tertentu
 - 2) *Non-convertible bond*, obligasi yang tidak dapat dikonversi menjadi saham
- h. Jenis obligasi lainnya

- 1) *Income bond*, obligasi yang membayarkan kupon jika emiten penerbitnya mendapatkan laba
- 2) *Guaranteed bond*, obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan cabang tetapi tidak didukung oleh perusahaan induk
- 3) *Participating bond*, obligasi yang memiliki hak menerima atas laba selain penghasilan bunga secara periodik
- 4) *Voting bond*, obligasi yang mempunyai hak suara
- 5) *Serial bond*, obligasi yang pelunasannya berdasarkan nomor seri
- 6) *Inflation index bond* atau disebut juga *treasury inflation protection securities* (TIPS), obligasi yang nilai nominalnya (*principal*) selalu disesuaikan dengan tingkat inflasi yang berlaku¹²

2. Landasan Hukum Bermuamalah dengan Obligasi

Obligasi merupakan istilah dari surat berharga bagi penetapan utang dari pemilik/pihak yang mengeluarkan obligasi atas suatu proyek dan memberikan kepada pemegangnya hak bunga yang telah disepakati di samping nilai nominal obligasi tersebut pada saat habisnya masa utang. Jadi pemegang obligasi menikmati beberapa hak, yaitu hak mendapatkan bunga yang tetap sesuai dengan kesepakatan, hak pengembalian nilai/harga obligasi pada saat habis masanya, serta hak untuk mengedarkan obligasi dengan menjualnya kepada orang lain.¹³

Pemegang obligasi tidak ikut serta dalam pengelolaan proyek yang dibiayainya, ia juga tidak berhak untuk mendapatkan keuntungan atau hasil perusahaan pada waktu likuidasi atau bubar. Ia hanya sekedar pemberi utang kepada proyek tersebut. Terlihat di sini bahwa obligasi adalah riba yang diharamkan secara jelas oleh ayat-ayat Al-Qur'an dan hadith-hadith shahih serta konsesus (ijma') ulama baik salaf maupun halaf.

Fatwa Syaikh al-Azhar Ali Gad al-Haq, "Obligasi pembangunan yang dikeluarkan oleh pemerintah dengan rasio komisi yang tetap adalah, merupakan sejenis pinjaman berbunga tertentu siapapun pemberi

¹² Manan, *Hukum Ekonomi*, 329.

¹³ Nadjib, dkk., *Investasi Syariah*, 344.

pinjamannya dan ia merupakan salah satu bentuk riba yang diharamkan dalam Al-Qur'an, Sunnah, dan ijma.”

Beberapa *Majma' Fiqh* (Dewan Fiqh) internasional yang diakui eksistensinya telah membahas dan menetapkan haramnya mengeluarkan obligasi berbunga atau bermuamalah dalam obligasi tersebut dengan cara apapun. Di antara keputusan itu adalah Keputusan Mukhtamar ke-6 *Majma' al-Fiqh al-Islami* di Jeddah. Mukhtamar tersebut mengeluarkan keputusan nomor: 62/11/6 tentang obligasi bahwa *bonds* (obligasi) yang mencerminkan kewajiban pembayaran atas harga obligasi beserta bunga atau disertai manfaat yang disyaratkan adalah haram secara syar'i, baik dari segi pengeluaran, pembelian maupun pengedarannya. Karena hal itu merupakan pinjaman ribawi, sama saja apakah pihak yang mengeluarkannya adalah perusahaan swasta atau perusahaan umum milik pemerintah dan tidak ada pengaruhnya apakah ia dinamakan sebagai sertifikat investasi (*investment certificate*), tabungan, atau penanaman bunga tersebut dengan keuntungan, komisi, atau yang lainnya.

Diharamkan juga *zero coupon bonds* (*as-sanadat dzat al-kubun ash-shafari*), karena ia termasuk pinjaman yang dijual dengan harga lebih murah dari harga nominalnya, pemiliknya mengambil keuntungan dari perbedaan tersebut yang diperhitungkan sebagai diskon bagi obligasi tersebut. Begitu juga *bond* (obligasi) berhadiah, hukumnya haram karena termasuk pinjaman yang disyaratkan di dalamnya manfaat atau tambahan nisbah bagi kelompok pemberi pinjaman atau sebagian dari mereka dengan tidak ditentukan orangnya, apalagi ia menyerupai perjudian.¹⁴

3. Rekonstruksi Obligasi Menurut Islam

Pada dasarnya perbedaan mendasar antara obligasi syariah dan obligasi konvensional terletak pada penetapan bunga yang besarnya sudah ditentukan di awal transaksi. Sedangkan pada obligasi syariah saat perjanjian yang ditentukan adalah besarnya proporsi pembagian hasil apabila mendapatkan keuntungan di masa mendatang. Rekonstruksi obligasi agar

¹⁴Mochammad Nadjib, dkk., *Investasi Syariah*, 347.

sesuai dengan kaidah-kaidah syariah perlu memerhatikan beberapa larangan yang mendasari bermuamalah dengan obligasi.

Rekonstruksi obligasi dapat dilakukan dengan cara penghapusan bunga yang tetap dan mengalihkannya ke surat investasi yang ikut serta dalam keuntungan dan dalam kerugian serta tunduk pada kaidah *al-ghunm bi al-ghurm* (keuntungan atau penghasilan itu berimbang dengan kerugian yang ditanggung). Rekonstruksi obligasi juga dapat dilakukan dengan cara penghapusan syarat jaminan atas kembalinya harga obligasi dan bunganya sehingga menjadi seperti saham biasa. Atau dengan cara pengalihan obligasi ke saham biasa.¹⁵

Obligasi Syariah

1. Pengertian Obligasi Syariah

Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) Nomor 32/DSN-MUI/IX/2002 menjelaskan, yang dimaksud dengan obligasi syariah adalah sebuah surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh 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.¹⁶

Obligasi syariah bukan merupakan utang berbunga tetap sebagaimana yang terdapat dalam obligasi konvensional, tetapi lebih merupakan penyertaan dana yang didasarkan pada prinsip bagi hasil. Transaksinya bukan akad utang piutang melainkan penyertaan. Obligasi jenis ini lazim dinamakan *muqaradhah bond* (*muqaradhah* merupakan nama lain dari *mudharabah*). Dalam bentuknya yang sederhana, obligasi syariah diterbitkan oleh sebuah perusahaan atau emiten sebagai pengelola atau *mudharib* dan dibeli oleh investor atau *shahib maal*.

Obligasi syariah dibutuhkan karena beberapa alasan, di antaranya dapat dijelaskan melalui perspektif pasar modal dan perspektif emiten. Dalam

¹⁵Mochammad Nadjib, dkk.,348.

¹⁶Manan, *Hukum Ekonomi*,332.

perspektif pasar modal, dengan adanya obligasi syariah maka pengembangan pasar modal syariah secara lebih luas sebagai implikasi dari *masterplan* pasar modal yang dicanangkan Bapepam LK. Obligasi syariah juga berfungsi sebagai pengembangan instrumen-instrumen syariah di pasar modal baik pasar primer maupun sekunder. Obligasi syariah merupakan bentuk pendanaan yang inovatif dan kompetitif sehingga semakin memperkaya pengembangan produk yang ada di pasar modal. Obligasi syariah juga merupakan kebutuhan alternatif instrumen investasi berdasarkan syariah seiring berkembangnya institusi-institusi keuangan syariah.

Sedangkan dalam perspektif emiten, dengan adanya obligasi syariah maka dapat mengembangkan akses pendanaan untuk masuk ke dalam insitusi keuangan nonkonvensional, memperoleh sumber pendanaan yang kompetitif, memperoleh struktur pendanaan yang inovatif dan menguntungkan, serta memberikan alternatif investasi kepada masyarakat pasar modal¹⁷

Obligasi syariah dapat juga dimanfaatkan dalam bentuk pembiayaan proyek-proyek pembangunan Negara yang memiliki potensi investasi yang menguntungkan. Maka pada tahun 2008, Pemerintah Indonesia mengeluarkan Undang-Undang No. 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau yang lazim disebut juga sebagai Sukuk Negara. Surat berharga Negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap asset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing.

Obligasi syariah lebih kompetitif dibanding obligasi konvensional, sebab: *pertama*, kemungkinan perolehan dari bagi hasil pendapatan lebih tinggi daripada obligasi konvensional. *Kedua*, obligasi syariah aman karena untuk mendanai proyek prospektif. *Ketiga*, bila terjadi kerugian (di luar kontrol), investor tetap memperoleh aktiva. *Keempat*, terobosan paradigma, bukan lagi surat utang tetapi surat investasi.¹⁸

¹⁷ Nurul Huda dan Mohamad Heykal, *Lembaga Keuangan Islam: Tinjauan Teoretis dan Praktis* (Jakarta: Kencana Prenada Media Group, 2010), 240.

¹⁸ Rifqi, *Akuntansi Keuangan*, 65.

Tidak semua emiten dapat menerbitkan obligasi syariah karena ketatnya persyaratan yang harus dipenuhi. Obligasi syariah mempersyaratkan aktivitas utama (*core business*) yang halal, tidak bertentangan dengan substansi Fatwa No. 20/DSN-MUI/IV/2001. Fatwa tersebut menjelaskan bahwa kegiatan usaha yang bertentangan dengan syariah di antaranya adalah usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang, usaha lembaga keuangan konvensional (ribawi), termasuk perbankan dan asuransi konvensional, usaha yang memproduksi dan mendistribusi serta memperdagangkan makanan dan minuman haram, serta usaha yang memproduksi, mendistribusi, dan atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.

Obligasi syariah juga mempersyaratkan peringkat *investment grade*, yaitu memiliki fundamental usaha yang kuat, memiliki fundamental keuangan yang kuat, dan memiliki citra yang baik di mata publik. Emiten memiliki keuntungan tambahan jika masuk ke dalam kelompok *Jakarta Islamic Index* (JII).

2. Struktur Obligasi Syariah

Obligasi syariah sebagai bentuk pendanaan (*financing*) dan sekaligus investasi (*investment*) memungkinkan beberapa bentuk struktur yang dapat ditawarkan untuk tetap menghindarkan pada riba. Berdasarkan pengertian tersebut, obligasi syariah dapat berupa bagi hasil berdasarkan akad mudharabah/muqaradhah/qiradh atau musyarakah. Karena akad mudharabah atau musyarakah adalah kerja sama dengan skema bagi hasil pendapatan atau keuntungan, obligasi jenis ini akan memberikan return dengan penggunaan *term indicative/expected* return karena sifatnya yang *floating* dan tergantung pada kinerja pendapatan yang dibagihasilkan. Obligasi syariah juga dapat berupa *margin/feeyang* berdasarkan akad murabahah atau salam atau istishna' sebagai bentuk jual beli dengan skema *cost plus basis*, obligasi jenis ini akan memberikan *fixed return*.¹⁹

3. Bentuk-bentuk Obligasi Syariah

¹⁹ Nurul Huda, *Lembaga Keuangan*, 244.

Menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia Nomor 32/DSN-MUI/IX/2002, tentang obligasi syariah, akad-akad yang digunakan dalam operasional obligasi syariah adalah *mudharabah* (*muqaradah*) atau *qiradh*, *musyarakah*, *murabahah*, *salam*, *istishna'*, serta *ijarah*²⁰. Tetapi di antara prinsip-prinsip instrumen obligasi ini yang paling banyak digunakan adalah obligasi dengan instrumen prinsip *mudharabah* dan *ijarah*.²¹

a. Obligasi Mudharabah

Obligasi syariah mudharabah adalah obligasi syariah yang menggunakan akad mudharabah. Akad mudharabah adalah akad kerja sama antara pemilik modal (*shahibul maal/investor*) dengan pengelola (*mudharib/emiten*).

Dalam Fatwa No. 33/DSN-MUI/X/2002 tentang obligasi syariah mudharabah, dinyatakan bahwa:

- 1) 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, atau *fee* serta membayar dana obligasi pada saat obligasi jatuh tempo.
- 2) Obligasi *syariah mudharabah* adalah obligasi syariah yang berdasarkan akad mudharabah dengan memerhatikan substansi fatwa DSN-MUI No. 7/DSN-MUI/IV/2000 tentang Pembiayaan Mudharabah.
- 3) Obligasi mudharabah emiten bertindak sebagai *mudharib* (pengelola modal), sedangkan pemegang obligasi mudharabah bertindak sebagai *shahibul maal* (pemodal).
- 4) Jenis usaha emiten tidak boleh bertentangan dengan prinsip syariah
- 5) Nisbah keuntungan dinyatakan dalam akad

²⁰ Rifqi, *Akuntansi Keuangan*, 65.

²¹ Manan, *Hukum Ekonomi*, 334.

- 6) Apabila emiten lalai atau melanggar perjanjian, emiten wajib menjamin pengambilan dana dan pemodal dapat meminta emiten membuat surat pengakuan utang
- 7) Kepemilikan obligasi syariah dapat dipindahtanggankan selama disepakati dalam akad²²

Ada beberapa alasan yang mendasari pemilihan struktur obligasi mudharabah, di antaranya obligasi syariah mudharabah merupakan bentuk pendanaan yang paling sesuai untuk investasi dalam jumlah besar dan jangka waktu yang relatif panjang. Obligasi syariah mudharabah dapat digunakan untuk pendanaan umum (*general financing*) seperti pendanaan modal kerja ataupun *capital expenditure*. Mudharabah merupakan percampuran kerja sama 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. Selain itu, mudharabah dipilih karena kecenderungan regional dan global, dari penggunaan struktur murabahah dan *bai' bi'thamam ajil* menjadi mudharabah dan ijarah

Adapun ketentuan atau mekanisme obligasi syariah mudharabah adalah:

- 1) Kontrak atau akad mudharabah dituangkan dalam perjanjian perwaliamanatan
- 2) Rasio atau persentase bagi hasil (nisbah) dapat ditetapkan berdasarkan komponen pendapatan (*revenue sharing*) atau keuntungan (*profit sharing*). Namun berdasarkan fatwa No. 15/DSN-MUI/IX/2000 bahwa yang lebih maslahat adalah penggunaan *revenue sharing*.
- 3) Nisbah bagi hasil dapat ditetapkan secara konstan, meningkat, ataupun menurun dengan mempertimbangkan proyeksi pendapatan emiten, tetapi sudah ditetapkan di awal kontrak

²² Nurul Huda dan Mohamad Heykal, *Lembaga Keuangan Islam*, 243.

- 4) Pendapatan bagi hasil merupakan jumlah pendapatan yang dibagihasilkan yang menjadi hak dan oleh karenanya harus dibayarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah. Bagi hasil yang dihitung berdasarkan perkalian antara nisbah pemegang obligasi syariah dengan pendapatan/keuntungan yang dibagihasilkan yang jumlahnya tercantum dalam laporan keuangan konsolidasi emiten
- 5) Pembagian hasil pendapatan atau keuntungan dapat dilakukan secara periodik (tahunan, semesteran, kuartalan, maupun bulanan)
- 6) Karena besarnya pendapatan bagi hasil akan ditentukan oleh kinerja aktual emiten, maka obligasi syariah memberikan *indicative return* tertentu.²³

b. Obligasi Ijarah

Obligasi ijarah adalah obligasi syariah 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. Akad ijarah disertai dengan adanya perpindahan manfaat tetapi tidak terjadi perpindahan kepemilikan.

Ketentuan akad ijarah adalah objeknya dapat berupa barang (harta fisik yang bergerak, tak bergerak, harta perdagangan) maupun berupa jasa, manfaat dari objek dan nilai manfaat tersebut diketahui dan disepakati oleh kedua belah pihak, ruang lingkup dan jangka waktu pemakaiannya harus dinyatakan secara spesifik, penyewa harus membagi hasil manfaat yang diperolehnya dalam bentuk imbalan atau sewa/upah, pemakai manfaat (penyewa) harus menjaga objek agar manfaat yang diberikan oleh objek tetap terjaga, dan pemberi sewa harus pemilik mutlak.²⁴

²³ Manan, *Hukum Ekonomi*, 336.

²⁴ *Ibid*, 338.

Secara teknik, obligasi ijarah dapat dilakukan dengan dua cara. Cara yang pertama yaitu investor dapat bertindak sebagai penyewa (*musta'jir*). Adapun emiten dapat bertindak sebagai wakil investor. Dan *property owner* dapat bertindak sebagai orang yang menyewakan (*mu'jir*). Dengan demikian, dalam hal ini ada dua kali transaksi, transaksi pertama terjadi antara investor dengan emiten, di mana investor mewakilkan dirinya kepada emiten dengan akad wakalah, untuk melakukan transaksi sewa-menyewa dengan *property owner* dengan akad ijarah. Selanjutnya, transaksi terjadi antara emiten (sebagai wakil investor) dengan *property owner* (sebagai orang yang menyewakan) untuk melakukan transaksi sewa-menyewa (ijarah).

Cara yang ke dua adalah setelah investor memperoleh hak sewa, maka investor menyewakan kembali objek sewa tersebut kepada emiten. Atas dasar transaksi sewa-menyewa tersebut, maka diterbitkanlah surat berharga jangka panjang (obligasi syariah ijarah), di mana atas penerbitan obligasi tersebut, emiten wajib membayar pendapatan kepada investor berupa *fee* serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

Obligasi Sukuk

Sukuk berasal dari bahasa Arab, yaitu *sakk* yang berarti sertifikat. Kata-kata *sakk*, *sukuk*, dan *sakaik* dapat ditelusuri dengan mudah pada literatur Islam komersial klasik. Kata-kata tersebut terutama secara umum digunakan untuk perdagangan internasional di wilayah muslim pada abad pertengahan. Akan tetapi sejumlah penulis barat berpendapat bahwa *sakk* merupakan kata dari bahasa Latin *cheque* atau *check* yang biasanya digunakan pada perbankan kontemporer. Secara singkat, sukuk didefinisikan sebagai sertifikat bernilai sama yang merupakan bukti kepemilikan yang tidak dibagikan atas suatu aset, hak manfaat, dan jasa-jasa atau kepemilikan atas proyek atau kegiatan investasi tertentu.

Sukuk pada prinsipnya mirip seperti obligasi konvensional, dengan perbedaan pokok antara lain berupa penggunaan konsep imbalan dan bagi hasil sebagai pengganti bunga, adanya suatu transaksi pendukung berupa sejumlah tertentu aset yang menjadi dasar penerbitan sukuk, dan adanya akad atau

perjanjian antara para pihak yang disusun berdasarkan prinsip-prinsip Islam. Selain itu, sukuk juga harus distruktur secara Islam agar instrumen keuangan ini aman dan terbebas dari riba, *gharar*, dan *maysir*.²⁵

Sukuk merupakan bukti kepemilikan suatu aset berwujud atau hak manfaat (*beneficial title*). Dalam sukuk, pendapatan berupa imbalan (kupon), margin, dan bagi hasil, sesuai dengan jenis akad yang digunakan. Sukuk harus terbebas dari unsur riba, *gharar*, dan *maysir*. Penerbitan sukuk melalui *special purpose vehicle* (SPV). Sukuk memerlukan *underlying asset* dan penggunaan *proceeds* sukuk harus sesuai prinsip Islam.²⁶

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.²⁷

Sukuk sering disamakan dengan produk-produk pasar modal konvensional lainnya, walaupun produknya agak berbeda dalam sifatnya, sebagaimana yang terlihat dari perbandingan berikut ini dengan beberapa instrumen pasar modal konvensional utama.

Tabel 1. Perbedaan Sukuk dengan Beberapa Instrumen Pasar Modal Konvensional²⁸

Dibandingkan	
Surat obligasi	Surat obligasi murni Sukuk mewakili pihak yang

²⁵ Dina Kurniyawati dan Abu Azam al-Hadi, "Obligasi Syariah Perspektif Hukum Islam (Aplikasi Sukuk Ijarah al-Muntahiyah Bittamlik di Bursa Efek Surabaya)", *Maliyah*, Vol. 1, No. 1 (Juni, 2011), 96.

²⁶ Nurul Huda, *Lembaga Keuangan*, 265.

²⁷ Muhammad Kamal Zubair, "Obligasi dan Sukuk dalam Perspektif Keuangan Islam (Suatu Kajian Perbandingan)", *Asy-Syir'ah Jurnal Ilmu Syariah dan Hukum*, Vol. 46, No. 1 (Januari-Juni, 2012), 294.

²⁸ Manan, *Hukum Ekonomi*, 345.

	mewakili utang pada penerbit	memiliki aset yang berwujud dan/atau jelas, kegiatan ekonomi dan jasa
Saham	Saham mewakili pihak yang mewakili seluruh perusahaan	Sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan akan mewakili sepenuhnya kepemilikan perusahaan pada aset, proyek, jasa, dan kegiatan tertentu yang berhubungan dengan perusahaan
Derivatif	Derivatif mewakili turunan berganda dari kontrak yang berbeda yang dibuat dari kontrak dasar utama	Sukuk berhubungan hanya dengan satu kontrak dan memelihara kesinambungan aset sepanjang waktu
Sekuritisasi	Sekuritisasi secara umum berhubungan dengan mengubah pinjaman dan tagihan dalam berbagai jenis menjadi sekuritas yang dapat dipasarkan dengan mengemas pinjaman menjadi satu kesatuan, kemudian menjual saham kepemilikan	Sukuk adalah sertifikat yang bernilai sama yang mewakili bagian kepemilikan yang sepenuhnya dari aset yang <i>tangible</i> , manfaat aset, dan jasa.

Adapun pihak yang terkait dengan penerbitan sukuk adalah obligor, SPV, dan investor. Obligor, adalah pihak yang bertanggungjawab atas pembayaran imbalan dan nilai nominal sukuk yang diterbitkan sampai dengan sukuk jatuh tempo. *Special Purpose Vehicle (SPV)*, adalah badan hukum yang didirikan khusus untuk penerbitan sukuk dengan fungsi sebagai penerbit sukuk, sebagai *counterpart* pemerintah dalam transaksi pengalihan aset, dan sebagai wali amanat untuk mewakili kepentingan investor. Sedangkan investor, adalah pemegang sukuk yang memiliki hak atas imbalan, margin, dan nilai nominal sukuk sesuai partisipasi masing-masing.²⁹

Mekanisme kontrak sukuk, melibatkan sekurang-kurangnya ada sejumlah tahapan, yaitu pensekuritian, penjualan aset kepada SPV, pengeluaran sukuk dan

²⁹ Nurul Huda, *Lembaga Keuangan*, 267.

penjualannya, penyewaan aset kepada originator, pembelian semula aset dari SPV kepada originator dan manfaat keuntungan yang diperoleh investor. Berdasarkan gambaran tersebut, maka akad-akad yang terlibat dapat dikenal pasti adalah akad *murabahah*, *ijarah*, *salam*, *istisna'*, dan *musyarakah*.

Berbagai jenis struktur sukuk yang dikenal secara internasional dan telah mendapatkan *endorsement* dari *The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) antara lain:

1. Sukuk *ijarah*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau 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.
2. Sukuk *mudharabah*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *mudharabah* di mana satu pihak menyediakan modal 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.
3. Sukuk *musyarakah*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *musyarakah* di mana dua pihak atau lebih bekerja sama 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.
4. *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 terlebih dahulu berdasarkan kesepakatan.

Tabel 2. Perbedaan Obligasi dan Sukuk³⁰

Keterangan	Sukuk	Obligasi
------------	-------	----------

³⁰ Nurul Huda, *Lembaga Keuangan*, 268.

Penerbit	Pemerintah, korporasi	Pemerintah, korporasi
Sifat instrumen	Sertifikat kepemilikan/ penyertaan atas suatu aset	Instrumen pengakuan utang
Penghasilan	Imbalan, bagi hasil, margin	Bunga/kupon, <i>capital gain</i>
Jangka waktu	Pendek menengah	Menengah panjang
<i>Underlying asset</i>	Perlu	Tidak perlu
Pihak terkait	Obligor, SPV, investor	Obligor, investor
<i>Price</i>	<i>Market price</i>	<i>Market price</i>
Investor	Islam, konvensional	Konvensional
Pembayaran pokok	<i>Bullet</i> atau amortisasi	<i>Bullet</i> atau amortisasi
Penggunaan hasil penerbitan	Harus sesuai Islam	Bebas

Penutup

Investasi sangat dianjurkan dalam Islam. Al-Quran dan Hadith dari Nabi dan Sahabat mendukung adanya investasi berupa penggunaan sumber daya modal yang produktif. Investasi yang dilakukan tentunya harus sesuai dengan aturan Islam. Norma dalam berinvestasi menurut syariah adalah bebas dari unsur riba, ketidakpastian (*gharar*), judi (*maysir*), haram, dan syubhat.

Obligasi merupakan istilah dari surat berharga bagi penetapan utang dari pemilik/pihak yang mengeluarkan obligasi atas suatu proyek dan memberikan kepada pemegangnya hak bunga yang telah disepakati di samping nilai nominal obligasi tersebut pada saat habisnya masa utang. Pemegang obligasi tidak ikut serta dalam pengelolaan proyek yang dibiayainya, ia juga tidak berhak untuk mendapatkan keuntungan atau hasil perusahaan pada waktu likuidasi atau bubar. Ia hanya sekedar pemberi utang kepada proyek tersebut. Jadi obligasi adalah riba yang diharamkan secara jelas oleh ayat-ayat Al-Qur'an dan hadith-hadith shahih serta konsesus (*ijma'*) ulama baik salaf maupun halaf.

Rekonstruksi obligasi agar sesuai dengan kaidah-kaidah syariah perlu memerhatikan beberapa larangan yang mendasari bermuamalah dengan obligasi. Pada dasarnya perbedaan mendasar antara obligasi syariah dan obligasi konvensional terletak pada penetapan bunga yang besarnya sudah ditentukan di awal transaksi.

Obligasi syariah bukan merupakan utang berbunga tetap sebagaimana yang terdapat dalam obligasi konvensional, tetapi lebih merupakan penyerta dana yang didasarkan pada prinsip bagi hasil. Transaksinya bukan akad utang piutang melainkan penyertaan. Obligasi syariah (sukuk) sebagai bentuk pendanaan (*financing*) dan sekaligus investasi (*investment*) memungkinkan beberapa bentuk struktur yang dapat ditawarkan untuk tetap menghindarkan pada riba. Obligasi syariah dapat berupa bagi hasil berdasarkan akad *mudharabah* / *muqaradhah* / *qiradh* atau *musyarakah*. Sedangkan *margin* / *fee* berdasarkan akad *murabahah* atau *salam* atau *istishna'*.

Referensi

- Ali, Zainuddin, *Hukum Perbankan Syariah* (Jakarta: Sinar Grafika, 2008).
- Ash Shawi, Shalah & al Mushlih, Abdullah, *Ma La Yasa' at-Tajira Jahluhu, Fikih Ekonomi Keuangan Islam*, terj. Abu Umar Basyir (Jakarta: Penerbit Darul Haq, 2008).
- Djayusman, Royyan Ramdhani, "Islamic Bonds: Tinjauan Fikih dan Keuangan", *Addin*, Vol. 8, No. 1 (Februari, 2014).
- Huda, Nurul dan Nasution, Mustafa Edwin, *Investasi pada Pasar Modal Syariah* (Jakarta: Kencana Prenada Media Group, 2007).
- Kamal Zubair, Muhammad, "Obligasi dan Sukuk dalam Perspektif Keuangan Islam (Suatu Kajian Perbandingan)", *Asy-Syir'ah Jurnal Ilmu Syariah dan Hukum*, Vol. 46, No. 1 (Januari-Juni, 2012).
- Kurniyawati, Dina dan al-Hadi, Abu Azam, "Obligasi Syariah Perspektif Hukum Islam (Aplikasi Sukuk Ijarah al-Muntahiya Bittamlik di Bursa Efek Surabaya)", *Maliyah*, Vol. 1, No. 1 (Juni, 2011).
- Manan, Abdul, *Hukum Ekonomi Syariah dalam Perspektif Kewenangan Peradilan Agama* (Jakarta: Kencana Prenadamedia Group, 2012).
- Muhammad, Rifqi, *Akuntansi Keuangan Syariah* (Yogyakarta: P3EI Press, 2008).
- Nadjib, Mochammad, dkk., *Investasi Syariah* (Yogyakarta: Kreasi Wacana, 2008).
- Nurul Huda dan Mohamad Heykal, *Lembaga Keuangan Islam: Tinjauan Teoretis dan Praktis* (Jakarta: Kencana Prenada Media Group, 2010).
- Tim Redaksi Kamus Besar Bahasa Indonesia, *Kamus Besar Bahasa Indonesia* (Jakarta: Balai Pustaka, 2001).