

OBLIGASI SYARIAH; Antara Konsep dan Implementasinya

Fadllan

(Dosen Jurusan Syari'ah dan Ekonomi STAIN Pamekasan,
Jl. Panglegur Km. 04 Pamekasan, email: fadlanelhanif@gmail.com)

Abstraks: Obligasi syariah dikenal juga sebagai *muqaradhah bond*, diajukan sebagai alternatif pengganti *interest-bearing bonds*. *Muqaradhah* adalah sinonim *qiradh* yang juga sama dengan *mudharabah*. Terjemahan sederhananya adalah pinjaman bagi hasil atau *profit-loss sharing*. Instrumen keuangan ini sudah mendapatkan pengesahan dari IOC Academy. Artinya sudah dapat cap halal secara internasional. Obligasi syariah termasuk dalam kategori permasalahan *mudharabah muqayyadah* dari segi transaksi. Para ulama fiqh membagi akad *mudharabah* kepada dua bentuk: yaitu, *mudharabah muthlaqah* (penyerahan modal secara muthlak, tanpa syarat dan pembatasan); dan *mudharabah muqayyadah* (penyerahan modal dengan syarat dan batasan tertentu). Dalam *mudharabah muthlaqah* pekerja (emiten obligasi) bebas mengelola modal itu dengan usaha apa saja yang menurutnya akan mendatangkan keuntungan. Akan tetapi dalam *mudharabah muqayyadah* harus mengikuti syarat-syarat dan batasan-batasan yang dikemukakan oleh pemilik modal. Misalnya, harus sesuai dengan syariah dan bersih dari unsur-unsur bisnis yang dilarang (haram)

Kata Kunci: Obligasi Syariah, *Emiten*, *Muqaradhah*, *Qiradh*, *Mudharabah*.

Pendahuluan

Munculnya pemikiran ekonomi syariah merupakan usaha umat Islam yang mencoba memberi sumbangan pemikiran terhadap kemaslahatan masyarakat di dunia ini. Tujuan utamanya bukanlah untuk menyaingi sistem ekonomi kapitalis, melainkan ingin memperbaiki yang kurang baik pada sistem ekonomi kapitalis. Karena itu, sistem ekonomi syariah bukan semata hanya bagi umat Muslim saja, tapi sebagai sistem

ekonomi alternatif yang diharapkan dapat bermanfaat bagi seluruh umat manusia (*rahmatan lil 'alamin*).¹

Semenjak boomingnya ekonomi syariah beberapa tahun belakangan ini, berbagai instrumen pasar modal syariah pun bermunculan. Setelah reksadana dari Danareksa Investment Manajemen meluncur pada tahun 1997, giliran obligasi syariah tampil di akhir tahun 2002.² Pengembangan institusi dan instrumen keuangan berdasarkan syariah merupakan bagian penting dari upaya pengembangan *Islamic Finance*. Adalah suatu upaya pembumih ajaran langit yang tidak lain merupakan pengembangan konsep dan teorinya supaya tidak berhenti hanya pada tataran normatif saja.

Seperti diketahui, obligasi syariah telah banyak diterapkan di beberapa negara Timur-Tengah seperti Yordania, Dubai, Turki dan Malaysia. Jenis transaksi ini juga dikenal dengan model *Islamic Bonds* atau kerap disebut *Muqaradhah Bonds* – yang telah mendapat pengesahan dari IOC Academy sebagai pengganti dari *Interest-bearing Bonds*. Di Indonesia obligasi syariah pertama diluncurkan oleh PT. Indosat, tak lama berselang beberapa emiten kemudian turut meluncurkan obligasi syariah. Makalah ini akan mengangkat seputar persoalan-persoalan yang timbul dari obligasi syariah tersebut.

Pengertian Obligasi Syariah

Obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.³

Pendapatan (hasil) investasi yang dibagikan emiten (*mudharib*) kepada pemegang obligasi syariah (*shahib al-maal*) harus bersih dari unsur non-halal dan sesuai dengan akad yang digunakan. Adapun akad yang dapat digunakan dalam obligasi syariah berdasarkan fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN-MUI), antara lain: *mudharabah*, *musyarakah*, *murabahah*, *salam*, *istihna* dan *ijarah*.⁴

¹ Mustafa E. Nasution, "Sistem Ekonomi yang Rahmatan lil 'Alamin", dalam *Ekonomi Syariah dalam Sorotan*, Jakarta: PT. Permodalan Nasional Madani, MES dan Yayasan Amanah, 2003, hal. 28

² Iggi H Achsien, "Peluang Individu Beli Obligasi Syariah," dalam *MODAL*, No. 13/II-November 2003, hlm. 24

³ Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 32/DSN-MUI/IX/2002, hlm. 3

⁴ *Ibid*, hlm. 4

Secara umum obligasi konvensional atau *bond* 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 dan bonafiditas penerbitnya. Suku bunga ini bisa dibayarkan secara tetap atau berjenjang. Dalam pasar uang yang sudah berkembang dengan baik bentuk dan jenis obligasi bisa mencapai belasan bahkan puluhan termasuk di antaranya ada yang bisa dikonversikan dengan saham perusahaan penerbit (*convertible bonds*).

Berbeda dengan konsep umum obligasi di atas, obligasi syariah bukan merupakan utang berbunga tetap, tetapi lebih merupakan penyertaan dana yang didasarkan pada prinsip bagi hasil. Landasan transaksinya bukan akad utang piutang melainkan penyertaan. Obligasi sejenis ini lazim dinamakan *muqaradhah bond*. *Muqaradhah* merupakan nama lain dari *mudharabah*,⁵ ahli Irak sering menggunakan istilah *mudharabah*, sementara ulama Hijaz menggunakan istilah *muqaradhah* atau *qiradh* yang berarti *qath'* (potongan), diartikan demikian karena pemilik modal "memotong" sebagian hartanya untuk diberikan kepada orang lain sebagai modal usaha dan memberinya "potongan" dari keuntungan hasil usaha tersebut.⁶

Menurut Syafi'i Antonio, istilah yang tepat untuk obligasi syariah adalah *syahadatu istitsmar (investment certificate)* atau *mudharabah bond*. Dengan menamai sertifikat investasi maka kita akan mengesampingkan asosiasi bunga tetap yang melekat pada obligasi biasa. Istilah *syahadatu istitsmar* telah diterapkan di beberapa negara Arab seperti, Bahrain, Kuwait, Sudan dan Mesir, sementara Malaysia menamainya dengan *mudharabah bond*. Khusus untuk negeri kita sementara ini menggunakan nama "obligasi syariah" dengan catatan beberapa karakteristik yang tidak sesuai dengan syariah dari obligasi dapat ditanggalkan.⁷

⁵ Kata *mudharabah* ini mempunyai beberapa sinonim, yaitu *muqaradhah*, *qiradh* atau *muamalah*. Menurut para ulama fiqh perbedaan itu terletak dalam hal kebiasaan penyebutan dari tiap-tiap daerah Islam. Masyarakat Irak menggunakannya dengan istilah *mudharabah* atau kadangkala juga *muamalah*, masyarakat Islam Madinah atau wilayah hijaz lainnya menyebutnya dengan *muqaradhah* atau *qiradh*. Lihat Al- Kasani, *Badai' al-Shanai' fi Tartibi al-Syara'i'*; Juz VI, Beirut: Dar al-Fikr, 1996, hlm. 121

⁶ Wahbah az-Zuhaili, *al-Fiqh al-Islami wa Adillatuhu*, Juz I, Suriah: Dar al-Fikr, 1997, hlm. 3923

⁷ Muhammad Syafi'i Antonio, "Adakah 'Obligasi' Syariah ? dalam *REPUBLIKA*, Senin, 04 November 2002, hlm. 17

Dasar Hukum Obligasi Syariah

Obligasi syariah ini merupakan jenis usaha yang baru muncul di dalam perkembangan ekonomi syariah, tentu tidak mudah mencari landasan *syar'iyah*-nya. Namun demikian, dalam mencari rujukan bagi keabsahan obligasi syariah ini, secara umum mengacu pada aspek latar belakang sosio-historis dengan menganalisa wacana-wacana kegiatan *mu'amalah* Nabi SAW dan para sahabatnya yang terjadi pada waktu itu. Seperti, diriwayatkan bahwa dua putra Umar r.a., Abdullah dan Ubaidillah menemui Abu Musa al-Asy'ari di Basrah pada saat pulang dari peperangan Nawahand di Persia. Abu Musa al-Asy'ari memberikan uang kepada kedua orang tersebut agar mereka memberikannya kepada bapaknya, Umar di Madinah. Dalam perjalanannya menuju Madinah, mereka membelikan sesuatu dari uang tersebut. Setelah sampai di Madinah mereka menjual barang tersebut dan mendapatkan beberapa keuntungan. Kemudian mereka memberikan uang modal saja kepada Umar. Umar menolak uang itu dan berharap agar disertakan dengan keuntungannya. Mereka menolak dan menjelaskan bahwa jika uang ini hilang, mereka akan menanggungnya. Akhir riwayat Umar menerima keputusan itu dan menyetujui bagi hasil yang telah didapatkannya.⁸

Diceritakan pula oleh Ibnu Abbas bahwa bapaknya al-Abbas telah mempraktekkan *mudharabah/muqaradhah* ketika ia memberi uang kepada temannya di mana dia mempersyaratkan agar mitranya tidak digunakannya dengan jalan mengarungi lautan, menuruni lembah atau membelikan sesuatu yang hidup. Jika dia melakukan salah satunya, maka dia akan menjadi tanggungannya. Peristiwa ini dilaporkan kepada Nabi, dan beliau pun menyetujuinya.⁹

Beberapa peristiwa di atas dapat dijadikan landasan hukum obligasi syariah, karena para ulama menjadikan peristiwa tersebut sebagai landasan keabsahan *muqaradhah/mudharabah*. Menurutnya, segala sesuatu yang dilakukan dan dibiarkan oleh Nabi SAW merupakan *sunnah taqririyah* yang dapat menjadi sumber hukum Islam. Dengan demikian, dalam pandangan penulis, keabsahan (dasar hukum) obligasi syariah ini lebih mengarah pada konsensus (*ijma'*) para ulama fiqh yang menilai *muqaradhah/mudharabah* sebagai kerja sama yang mengandung nilai solidaritas yang tinggi dan dapat memberikan kemaslahatan bagi masyarakat.¹⁰

⁸ Al- Kasani, *Badai' al-Shanai' fi Tartibi al-Syara'i'*, Juz VI, Beirut: Dar al-Fikr, 1996, hlm. 120

⁹ *Ibid.*

¹⁰ *Ibid.*

Prinsip dan Karakteristik Obligasi Syariah

Secara umum, prinsip dan karakteristik obligasi syariah adalah sebagai berikut:

- a. Obligasi syariah haruslah berdasarkan konsep syariah yang hanya memberikan pendapatan kepada pemegang obligasi syariah dalam bentuk bagi hasil atau *revenue sharing* serta pembayaran utang pokok pada saat jatuh tempo.
- b. Jenis industri yang dikelola oleh emiten serta hasil pendapatan perusahaan penerbit obligasi harus terhindar dari unsur non-halal.
- c. Obligasi Syariah menekankan pendapatan investasi bukan berdasarkan pada tingkat bunga (kupon) yang telah ditentukan sebelumnya, tetapi berdasarkan pada tingkat rasio bagi hasil (*nisbah*) yang besarnya ditentukan sesuai kesepakatan pihak emiten dan investor sebelum penerbitan obligasi tersebut.
- d. Pembagian pendapatan dapat dilakukan secara periodik atau sesuai ketentuan bersama, dan pada saat jatuh tempo hal itu diperhitungkan secara keseluruhan.
- e. Mekanisme obligasi syariah diawasi oleh Dewan Pengawas Syariah atau oleh Tim Ahli Syariah yang ditunjuk oleh Dewan Syariah Nasional MUI sejak dari penerbitan obligasi hingga akhir dari masa penerbitan obligasi tersebut. Dengan adanya sistem ini maka prinsip kehati-hatian dan perlindungan kepada investor diharapkan bisa lebih terjamin.
- f. Apabila emiten melakukan kelalaian atau melanggar syarat perjanjian, maka wajib dilakukan pengembalian dana investor, atau pihak investor dapat menarik dananya.
- g. Hak kepemilikan obligasi syariah *mudharabah* dapat dipindah tangan kepada pihak lain sesuai dengan kesepakatan akad perjanjian.¹¹

Dalam bentuknya yang sederhana obligasi syariah diterbitkan oleh sebuah perusahaan sebagai pengelola (*mudharib*) dan dibeli oleh investor (*shahib al-maal*). Dana yang terhimpun dapat disalurkan untuk pengembangan usaha lama atau pembangunan unit baru yang benar-benar berbeda dari usaha lama. Bentuk alokasi dana yang khusus (*specially dedicated*) dalam syariah dikenal dengan istilah *mudharabah muqayyadah*. Atas penyertaan investor berhak mendapatkan nisbah

¹¹ Sapto Rahardjo, *Panduan Investasi Obligasi*, Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama, 2003, hlm. 144-145

keuntungan tertentu yang dihitung secara proporsional dan dibayarkan secara periodik.¹²

Obligasi syariah termasuk dalam kategori permasalahan *mudharabah muqayyadah* dari segi transaksi. Para ulama fiqh membagi akad mudharabah kepada dua bentuk: yaitu, *mudharabah muthlaqah* (penyerahan modal secara muthlak, tanpa syarat dan pembatasan); dan *mudharabah muqayyadah* (penyerahan modal dengan syarat dan batasan tertentu). Dalam *mudharabah muthlaqah* pekerja (emiten obligasi) bebas mengelola modal itu dengan usaha apa saja yang menurutnya akan mendatangkan keuntungan. Akan tetapi dalam *mudharabah muqayyadah* harus mengikuti syarat-syarat dan batasan-batasan yang dikemukakan oleh pemilik modal. Misalnya, harus sesuai dengan syariah dan bersih dari unsur-unsur bisnis yang dilarang (haram).¹³

Obligasi Syariah Vs Konvensional: Studi Kasus PT. Indosat

Model obligasi konvensional dengan segala bentuknya tidak mendapat ruang dalam konteks syariah. Karena itu, dibutuhkan kajian yang mendalam dari pakar dan ulama yang *concern* terhadap keuangan Islam untuk mencari alternatifnya. Salah satu bentuk yang ditawarkan adalah *Islamic Bonds* dengan sistem *al-qiradh/Mudharabah* yang biasa disebut dengan *Muqaradhah Bonds*. *Muqaradhah bonds* diterbitkan untuk mendanai proyek tertentu dan dikeluarkan dari aktivitas perusahaan secara keseluruhan.¹⁴

Sementara dalam kasus Indosat, obligasi syariah yang dikeluarkan bersifat *mudharabah/muqaradhah* (bagi hasil & bagi risiko), namun tidak harus menanggung rugi karena merupakan *revenue sharing*, lalu dapat dikatakan mempunyai kriteria investasi secara syariah. Tentu kriteria syariah tidak hanya itu, kriteria lainnya untuk obligasi syariah antara lain:

- ❖ Dikeluarkan oleh perusahaan yang tidak bergerak di industri minuman keras, pengepakan daging non-halal, bank/lembaga keuangan konvensional, perjudian, pornografi dan lain sebagainya.

¹² Muhammad Syafi'i Antonio, *Loc.Cit*.

¹³ Ibnu Qudamah, *al-Mughni*, Jilid V, Riyadh: Maktabah al-Riyadh al-Haditsah, t.t., hlm. 62-63

¹⁴ Umrotul Khasanah, "Kontroversi Ulama Fikih Terhadap Obligasi Syariah", *TABLOID REPUBLIKA; DIALOG JUMAT*, Jumat, 01 November 2002, hlm. 13

- ❖ Obligasi syariah dijual *at maturity par value*-nya (harga nominal pelunasan jatuh temponya) di pasar perdana.
- ❖ Pengembaliannya didukung dengan penetapan aktiva produktif spesifik atau pendapatan/bagi hasil operasi spesifik perusahaan yang mengeluarkan obligasi.¹⁵

Kemudian, ada beberapa hal yang harus dicermati dengan hati-hati di dalam mentransaksikan obligasi syariah untuk menghindari terjadinya dualisme surat utang dan investasi. Hal ini perlu dilakukan agar tidak keluar dari rel syariah. Tentu saja hal ini dilakukan dengan tanpa harus menghalang-halangi maraknya penerbitan obligasi syariah dan transaksinya di pasar modal. Adapun hal-hal yang harus dijaga dalam mentransaksikan obligasi syariah tersebut antara lain adalah:

- ❖ Tidak “memperjual-belikan” obligasi syariah pada harga diskon ataupun premium sebagaimana obligasi konvensional, karena syariah tidak membolehkan jual beli utang piutang (surat utang) semacam itu.
- ❖ Yang bisa atau dibolehkan oleh syariah adalah melakukan mekanisme *al-Hawalah* (*transfer service* atau pengalihan piutang dengan tanggungan bagi hasil), atau dengan kata lain “memperjual-belikan hanya pada harga nominal pelunasan jatuh tempo”.
- ❖ Likuiditas (*as-suyulah*) obligasi syariah sangat bergantung kepada fluktuasi bagi hasil dari periode ke periode. Semakin baik bagi hasil yang diperoleh ataupun semakin besar harapan bagi hasil yang dapat diperoleh berdasarkan data historisnya, akan semakin mudah memperjual-belikan pada harga nominalnya, karena semakin diminati oleh pihak lain (bisa dipahami, motif pihak penjual adalah perolehan kas dengan segera sementara motif pihak pembeli adalah memperoleh bagi hasil dengan lebih baik).¹⁶

Adapun dasar syariah dibolehkannya mekanisme *al-Hawalah*, mengacu pada sejumlah hadits shahih seperti dikutip di bawah ini:

- ❖ Daruquthni meriwayatkan dari Ibnu Umar: bahwa Rasulullah saw. melarang penjualan utang dengan utang yang jumlah pembayarannya berbeda pada waktu yang lain.
- ❖ Imam Bukhari dan Muslim meriwayatkan dari Abu Hurairah, bahwa Rasulullah saw. bersabda:

¹⁵ Muhammad Gunawan Yasin, “Mencermati Obligasi Syariah; Surat Utang Atau Investasi?,” *REPUBLIKA*, Senin 4 November 2002.

¹⁶ *Ibid.*

مَطْلُ الْعِنِيِّ ظُلْمٌ فَإِذَا أُتْبِعَ أَحَدُكُمْ عَلَى مَلِيٍّ فَلْيَتَّبِعْ (رواه البخارى ومسلم)

Menunda pembayaran bagi orang yang mampu adalah suatu kezaliman. Dan jika salah seorang dari kamu diikutkan (di-hawalah-kan) kepada orang yang mampu, maka terimalah hawalah itu.

- ❖ Mayoritas ulama sepakat membolehkan *al-Hawalah* pada utang yang tidak berbentuk barang. Alasannya karena *al-Hawalah* adalah perpindahan utang, oleh sebab itu harus pada uang atau kewajiban finansial. Namun setelah pasar perdananya, tidak ada transaksi yang bisa dikategorikan jual beli murni sebagaimana pasar modal konvensional atas obligasi syariah, karena sebagian besar ulama Islam telah mengharamkan *Bai' al-Dayn* (*the sale of payable right raises from transaction*), yang berarti utang piutang haram untuk diperjual-belian.

Menimbang Obligasi Syariah PT. Indosat.

Fenomena obligasi syariah yang ditawarkan oleh PT. Indosat dalam prospektusnya sepertinya menggabungkan transaksi utang dengan *mudharabah*. Transaksi utang bertujuan menjamin pengembalian obligasi syariah tersebut saat jatuh tempo, sehingga tidak ada resiko kerugian bagi investor karena obligasi tersebut dihitung sebagai utang perusahaan. Transaksi *mudharabah* dilakukan untuk menerapkan sistem *profit and loss sharing* dalam pembagian keuntungan periodiknya.

Itu pun diminimalisir resiko kerugian dengan diterapkannya *revenue sharing* bukan *profit sharing*. *Revenue sharing* tidak dikenal dalam mekanisme transaksi syariah. Hal ini sesuai dengan penetapan konferensi *Majlis Majma' Fiqh al-Islami* ke-4 di Jeddah tahun 1988 yang memutuskan bahwa keuntungan yang dibagikan kepada pemilik obligasi syariah/saham syariah adalah keuntungan sesuai makna yang ditetapkan oleh syariah, yaitu keuntungan bersih setelah dikurangi operasional *cost* dari seluruh modal yang ada. Bukan *revenue* proyek tertentu.¹⁷

Mekanisme *revenue sharing* untuk mengeliminasi kerugian yang mungkin muncul untuk mengimbangi persentase tetap yang dijanjikan oleh obligasi konvensional agar obligasi syariah tetap menarik investor. Perbedaannya terletak pada kepastian jumlah tertentu, jika obligasi

¹⁷ Umrotul Khasanah, *Loc.Cit.*

konvensional mendapat *fixed income* yang telah diketahui jumlahnya, tetapi obligasi syariah mendapatkan kepastian *income* yang variabelnya tergantung *revenue* (pendapatan) yang dihasilkan. Tetapi kemungkinan rugi tidak akan terjadi. Model obligasi syariah yang ditawarkan oleh PT. Indosat ini seperti obligasi konvensional, tetapi pendapatannya variabel tergantung *revenue*.

Jika ditinjau dari konsep syariah ada beberapa catatan penting, **pertama**, pencampuran transaksi utang dan *mudharabah* dilarang karena dua transaksi tersebut memiliki karakteristik yang berbeda. Maka perlu dibedakan antara *mudharabah (qiradh)* dan *qardh*. Adapun perbedaan antara *Qiradh (Mudharabah)* dan *Qardh*:

1. *Qiradh* adalah suatu macam syarikat, sedangkan *Qardh* adalah suatu bentuk amal kebajikan dengan peminjaman uang.
2. Pada prinsipnya dalam *Qiradh* orang yang menerimanya tidak berkewajiban untuk menjamin kerugian atau kehilangan dari harta modal *qiradh* bila tidak ada unsur kesengajaan dan keteledoran karena ia menjadi orang yang dipercaya (*mu'taman*), sementara dalam *Qardh* barang yang diterimanya sebagai *Qardh* menjadi tanggungannya dan berkewajiban mengembalikannya apapun kondisinya.
3. Dalam *Qiradh*, orang yang menyerahkannya (pemilik modal harta tersebut) berhak mendapatkan bagiannya dalam keuntungan yang dihasilkan dari *Qiradh*. Sedangkan dalam *Qardh* pemberi *Qardh* tidak boleh menarik keuntungan atau manfaat apapun dari *Qardh* dibalik persyaratan akad *Qardh*.
4. Hukum ketentuan dan persyaratan keabsahan *Qardh* berbeda dari hukum dan persyaratan *Qiradh* karena hakikat keduanya adalah berbeda.¹⁸

Kedua, mekanisme bagi hasil melalui *revenue sharing* menyalahi konsep dasar bagi hasil dalam Islam. Karena transaksi *mudharabah* adalah system *profit/loss sharing*, yang dibagikan adalah *profit* (keuntungan) bukan *revenue* (pendapatan). Terkait dengan pembagian keuntungan ini disyaratkan bahwa:

1. Keuntungan tidak boleh dihitung berdasarkan prosentase dari jumlah modal yang diinvestasikan, melainkan hanya keuntungannya saja setelah dipotong besarnya modal. Dalam hal ini penghitungan harus dilakukan secara cermat. Setiap keadaan

¹⁸ Lihat, Ibnu Juza, *al-Qawanin al-Fiqhiyyah*, Fez: Mathba'ah al-Nahdhah, t.t., hlm. 288

yang membuat ketidak-jelasan penghitungan akan membawa kepada suatu kontrak yang tidak sah.¹⁹

2. Keuntungan untuk masing-masing pihak tidak ditentukan dalam jumlah nominal, misalnya satu juta, dua juta dan seterusnya. Karena jika ditentukan dengan nilai nominal berarti *shahib al-mal* telah mematok untung tertentu dari sebuah usaha yang belum jelas untung dan ruginya. Ini akan membawa pada perbuatan *riba*.²⁰
3. *Nisbah* pembagian ditentukan dengan prosentase, misalnya 60:40%, 50:50% dan seterusnya. Penentuan prosentase tidak harus terikat pada bilangan tertentu. Artinya jika *nisbah* bagi hasil tidak ditentukan pada saat akad, masing-masing pihak memahami bahwa keuntungan itu akan dibagi secara sama. Karena aturan umum dalam perhitungan ini adalah kesamaan.²¹ Namun tindakan berupa penyebutan *nisbah* bagi hasil pada awal kontrak adalah lebih baik untuk menghindari munculnya kesalah-pahaman. Prosentase yang ditetapkan oleh salah satu pihak dianggap cukup.

Ketiga, tidak adanya resiko dalam investasi pada obligasi syariah menyalahi kaedah dasar investasi dalam Islam '*al-ghunum bi al-ghurum*' – adanya keuntungan harus berjalan bersama dengan kemungkinan adanya kerugian. Oleh karena itu, Apabila kontrak yang digunakan adalah *mudharabah*, implikasinya kalau emiten (*mudharib*) mengalami kerugian tentu saja *shahib al-mal* harus menanggung kerugian itu secara proporsional. Menanggung kerugian bersama dan mendapatkan keuntungan bersama merupakan konsekuensi logis dari *aqad mudharabah*. Kalau investor tidak mau rugi *aqad* yang digunakan adalah *wadiah*. Tapi emiten juga tidak boleh menjanjikan bonus, karena kontrak *wadiah yad dhamanah* tidak membenarkan janji bonus di depan.²²

Dengan demikian, apabila kita cermati beberapa hal di atas, penulis memiliki pandangan bahwa dalam fatwa DSN-MUI masih terdapat kerancuan, karena terdapat hal-hal yang bertentangan. Misalnya, dalam fatwa tersebut dinyatakan bahwa dana *shahib al-mal*

¹⁹ Al-Kasani, *Badai' al-Shanai'...* ... *Op. Cit.*, hlm. 125

²⁰ Rafiq Yunus al-Mishri, *Al-Jami' fi Ushul al-Riba*, Beirut: al-Dar al-Syamiyah, 1991, hlm. 376

²¹ Al-Kasani, *Badai' al-Shanai'...* ... *Op. Cit.*, hlm. 127

²² Lebih lanjut baca, CIERA (Center for Islamic Economic Research and Application) "Obligasi Syariah" dalam MODAL No. 12/1-Oktober-2003. CIERA adalah rubrik konsultasi tentang lembaga keuangan syariah yang diampu oleh Dr. Jafril Khalil, MCL.

mesti dikembalikan sepenuhnya kalau sudah jatuh tempo dan *mudharib* memberikan *gain* kepada *shahib al-mal*. Maka, perlu mendudukan kembali rumusan fatwa DSN-MUI yang ada agar benar-benar fatwa tersebut tidak menyalahi prinsip syariah.

Tabel Obligasi Syariah Vs Konvensional

	Obligasi Syariah	Obligasi Konvensional
Harga penawaran	100 %	100 %
Jatuh tempo	5 tahun	5 tahun
Pokok obligasi		
Saat jatuh tempo	100 %	100 %
Pendapatan	bagi hasil	bunga
Return	15,5-16 % indikatif	15,5-16 % tetap
Rating	AA+	AA+

Obligasi Syariah Kompetitif

- | |
|--|
| <ol style="list-style-type: none"> 1. Kemungkinan perolehan dari bagi hasil pendapatan lebih tinggi dari pada obligasi konvensional. 2. Obligasi ini aman karena untuk mendanai proyek prospektif. 3. Bila terjadi kerugian (di luar kontrol), investor tetap memperoleh haknya. 4. Terobosan paradigma, bukan lagi surat utang, tapi surat investasi. |
|--|

Sumber : *AAA Securities*

Pasar Sekunder Obligasi Syariah

Pendapat lain menyebutkan obligasi syariah merupakan surat utang yang dapat disekuritisasi dengan aset perusahaan. Berarti ini menutup kemungkinan investor (pemilik obligasi) mendapatkan keuntungan dari bagi hasilnya. Karena, utang bukan merupakan bentuk investasi dan keuntungan yang diperoleh dari utang merupakan riba yang diharamkan. Jika dikategorikan utang mekanisme transaksinya di pasar sekunder dengan *bay' al-dayn*.

Contoh kasus terdapat pasar sekunder *Islamic Bonds* di Malaysia. Penerbitan bonds sebagai sertifikat obligasi-nya melalui proses sekuritisasi asset berdasarkan prinsip *murabahah bi tsaman ajil*. Merupakan kontrak penjualan dengan basis penangguhan pembayaran (*deffered paymen*) dan harga yang ditentukan dengan dasar *fixed mark-up profit*. Hal ini mengundang kontroversi yang besar, karena pada prinsipnya pendapatan yang diperoleh dari jual beli hutang adalah riba.

Karena hutang tetap hutang meskipun ditunjang dengan *underlying asset*-nya. Demikian pendapat sebagian besar ulama.

Sami Hasan Houmoud (dalam pointer diskusi menanggapi paper Rosly dan Moustapha (1999), "Bay'an Dayn and Islamic Bond Issues in Malaysia," pada International Conference Islamic Economic in the 21st century, Kuala Lumpur, 1999) dari IDB mengatakan untuk kasus Malaysia, "It is obvious that what was practiced under the name of Islamic Bonds were not Islamic." Oleh karena itu, memang harus terdapat kehati-hatian dalam mengembangkan produk-produk dengan menggunakan label syariah. Karena terbuka peluang dalam prakteknya malah melenceng dari substansi syariah.

Terlepas dari semua pro-kontra kehadiran obligasi syariah, tampaknya investasi di bidang ini semakin mengalami peningkatan. Karena memang, belakangan ini keberadaan obligasi syariah telah dimungkinkan. Dengan keluarnya fatwa Dewan Syari'ah Nasional (DSN) No. 32/DSN-MUI/IX/2002, payung kehadiran obligasi syariah berarti telah ada.

Di samping itu, obligasi syariah yang ada memungkinkan personal dan perorangan untuk membelinya. Karena pecahan (denominasi) obligasi yang lebih kecil telah ada. Seperti Indosat mengeluarkan obligasi syariahnya sebesar 50 juta rupiah. Bahkan, Bank Syariah Mandiri yang baru saja meluncurkan obligasi syariah menawarkan pecahan yang lebih kecil lagi, yakni 10 juta rupiah per obligasi.²³ Jadi, bila dulu obligasi hanya dimungkinkan untuk dibeli oleh korporat, saat ini personal atau perorangan juga bisa berinvestasi di obligasi syariah.

Kesimpulan

Obligasi syariah tentunya berbeda dengan obligasi konvensional. Semenjak terdapat konvergensi pendapat bahwa bunga (*interest rate*) adalah riba, maka instrumen-instrumen yang punya komponen bunga (*interest-bearing instruments*) ini akan minggir dari daftar investasi halal. Karenanya, dimunculkan alternatif yang dinamakan obligasi syariah.

Obligasi syariah dikenal juga sebagai *muqaradhah bond*, diajukan sebagai alternatif pengganti *interest-bearing bonds*. *Muqaradhah* adalah sinonim *qiradh* yang juga sama dengan *mudharabah*. Terjemahan sederhananya adalah pinjaman bagi hasil atau *profit-loss sharing*.

²³ Iggi HLM. Achsien, *Loc.Cit.*

Instrumen keuangan ini sudah mendapatkan pengesahan dari IOC Academy. Artinya sudah dapat cap halal secara internasional.

Berdasarkan Fatwa DSN No 32/DSN-MUI/IX/2002 obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

Daftar Pustaka

- Achsien, Iggi H Achsien, "Peluang Individu Beli Obligasi Syariah," dalam *MODAL*, No. 13/II-November 2003
- Antonio, Muhammad Syafi'i, "Adakah 'Obligasi' Syariah ? dalam *REPUBLIKA*, Senin, 04 November 2002
- CIERA (Center for Islamic Economic Research and Application) Consultant, "Obligasi Syariah" dalam *MODAL* No. 12/1-Oktober-2003
- Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 32/DSN-MUI/IX/2002
- Ibnu Qudamah, *al-Mughni*, Jilid V, Riyadh: Maktabah al-Riyadh al-Haditsah, t.t.
- Ibnu Juza, *al-Qawanin al-Fiqhiyyah*, Fez: Mathba'ah al-Nahdhah, t.t.
- Al- Kasani, *Badai' al-Shanai' fi Tartibi al-Syara'i'*, Juz VI, Beirut: Dar al-Fikr, 1996
- Khasanah, Umrotul, "Kontroversi Ulama Fikih Terhadap Obligasi Syariah", *TABLOID REPUBLIKA; DIALOG JUMAT*, Jumat, 01 November 2002
- Al-Mishri, Rafiq Yunus, *Al-Jami' fi Ushul al-Riba*, Beirut: al-Dar al-Syamiyah, 1991
- Nasution, Mustafa E., "Sistem Ekonomi yang Rahmatan lil 'Alamin", dalam *Ekonomi Syariah dalam Sorotan*, Jakarta: PT. Permodalan Nasional Madani, MES dan Yayasan Amanah, 2003
- Rahardjo, Sapto, *Panduan Investasi Obligasi*, Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama, 2003
- az-Zuhaili, Wahbah, *al-Fiqh al-Islami wa Adillatuhu*, Juz I, Suriah: Dar al-Fikr, 1997
- Yasin, Muhammad Gunawan, "Mencermati Obligasi Syariah; Surat Utang Atau Investasi ?," *REPUBLIKA*, Senin 4 November 2002