

BAB III

TEORI, MEKANISME, DAN PENERAPAN OBLIGASI SYARIAH

A Pengertian Obligasi

Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) No. 32/DSN-MUI/IX/2002 mendefinisikan obligasi syariah adalah suatu 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 obligasi pada saat jatuh tempo.⁴³

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*.⁴⁴

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 *muqaradhadh bond*. *Muqaradhadh* merupakan nama lain dari *mudharabah*, ahli Irak sering menggunakan istilah

⁴³ Dwan Syariah Nasional, Fatwa, diakses dari <https://dsnemui.or.id/>, pada tanggal 25 Oktober 2021, pukul 09.30 WIB.

⁴⁴ Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 32/DSN-MUI/IX/2002, hal. 3

mudharabah, sementara ulama Hijaz menggunakan istilah muqaradhadh atau qiradh yang berarti *qath'* (potongan), diartikan demikian karena pemilik modal “memotong” sebagian hartanya untuk diberikan kepada orang lain sebagai modal usaha yang memberikannya “potongan” dari keuntungan hasil usaha tersebut.

Menurut Syafi’l Antonio,⁴⁵ 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.

Menurut Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan No. KEP-130/BL/2006 Tanggal 3 November 2006 tentang penerbitan efek syariah menyatakan bahwa sukuk adalah Efek Syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas :⁴⁶

1. Kepemilikan aset berwujud tertentu
2. Nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu;

⁴⁵ Muhammad Syafi’l Antonio, *Adakah Obligasi Syariah ?*, (Jakarta : REPUBLIKA, 2002), hal. 17.

⁴⁶ Sunariyah, *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*, (Yogyakarta : LPP STIM YKPN, 2011), hal 112.

3. Kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.

B Sejarah Obligasi Syariah

Sukuk / obligasi syariah ini bukan merupakan istilah yang baru dalam sejarah Islam. Istilah tersebut sudah dikenal sejak abad pertengahan, dimana umat Islam menggunakannya dalam konteks perdagangan internasional. Sukuk merupakan bentuk jamak dari kata sakk. Ia dipergunakan oleh para pedagang pada masa itu sebagai dokumen yang menunjukkan kewajiban finansial yang timbul dari usaha perdagangan dan aktivitas komersial lainnya. Namun demikian, sejumlah penulis barat yang memiliki konsen terhadap sejarah Islam dan bangsa Arab, menyatakan bahwa sakk inilah yang menjadi akar kata “*cheque*” dalam bahasa latin, yang saat ini telah menjadi sesuatu yang lazim dipergunakan dalam transaksi dunia perbankan kontemporer.

Dalam perkembangannya, *the Islamic Jurisprudence Council* (IJC) kemudian mengeluarkan fatwa yang mendukung berkembangnya sukuk. Hal tersebut mendorong *Otoritas Moneter Bahrain* (BMA — *Bahrain Monetary Agency*) untuk meluncurkan salam sukuk berjangka waktu 91 hari dengan nilai 25 juta dolar AS pada tahun 2001. Kemudian Malaysia pada tahun yang sama meluncurkan *global corporals* Sukuk di pasar keuangan Islam internasional. Inilah sukuk global yang pertama kali muncul di pasar internasional. Selanjutnya, penerbitan sukuk di pasar internasional terus bermunculan bak cendawan di musim hujan.⁴⁷

⁴⁷ Abdulkadir Muhammad, *Hukum Dagang tentang Surat-Surat Berharga*, (Bandung : Citra Aditya Bakti, 2003), hal. 264.

Tidak ketinggalan, pemerintahan di dunia Islam pun mulai melirik hal tersebut. Sebagai contoh, pada tahun 2002 pemerintah Malaysia menerbitkan sukuk dengan nilai 600 juta dolar AS dan terserap habis oleh pasar dengan cepat, bahkan sampai terjadi over subscribe.

Begitu pula pada Desember 2004, pemerintah Pakistan menerbitkan sukuk di pasar global dengan nilai 600 juta dolar AS dan langsung terserap habis oleh pasar dan masih banyak contoh lainnya. Harus kita akui, bahwa sukuk atau obligasi syariah ini adalah salah satu bentuk terobosan baru dalam dunia keuangan Islam, meskipun istilah tersebut adalah istilah yang memiliki akar sejarah yang panjang. Inilah salah satu bentuk produk yang paling inovatif dalam pengembangan sistem keuangan syariah kontemporer.

C Prinsip dan Karakteristik Obligasi Syariah

Prinsip dan karakteristik obligasi syariah adalah sebagai berikut :⁴⁸

1. 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.
2. Jenis industri yang dikelola oleh emiten serta hasil pendapatan perusahaan penerbit obligasi harus terhindar dari unsur nonhalal.
3. Obligasi Syariah menekankan pendapatan investasi bukan berdasarkan pada tingkat bunga (kupon) yang telah

⁴⁸ Sapto Rahardjo, *Panduan Investasi Obligasi*, (Jakarta : PT. Gramedia Pustaka Utama, 2003), hal. 144.

ditentukan sebelumnya, tetapi berdasarkan pada tingkat rasio bagi hasil (nisbah) yang besarnya ditentukan sesuai kesepakatan pihak emiten dan investor sebelum penerbitan obligasi tersebut.

4. Pembagian pendapatan dapat dilakukan secara periodik atau sesuai ketentuan bersama, dan pada saat jatuh tempo hal itu diperhitungkan secara keseluruhan.
5. 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.
6. Apabila emiten melakukan kelalaian atau melanggar syarat perjanjian, maka wajib dilakukan pengembalian dana investor, atau pihak investor dapat menarik dananya.
7. Hak kepemilikan obligasi syariah *mudharabah* dapat dipindah tangan kepada pihak lain sesuai dengan kesepakatan akad perjanjian. Dalam bentuknya yang sederhana obligasi syariah diterbitkan oleh sebuah perusahaan sebagai pengelola (*mudharib*) dan dibeli oleh investor (*shahib al-maal*).⁴⁹

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

⁴⁹ Ibid, hal. 145.

mendapatkan nisbah keuntungan tertentu yang dihitung secara proporsional dan dibayarkan secara periodik.⁵⁰

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 muqayyadhah* (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 muqayyadhah* harus mengikuti syarat – syarat dan batasanbatasan yang dikemukakan oleh pemilik modal. Misalnya, harus sesuai dengan syariah dan bersih dari unsur-unsur bisnis yang dilarang (haram).⁵¹

Tidak ada istilah bunga dalam sukuk. Pengembalian dana terkait aset, akad, dan tujuan pendanaan umumnya berbentuk imbalan yang didapatkan dari uang sewa atau ujarah, *fee margin*, hingga bagi hasil atau sumber lainnya sesuai akad yang telah disepakati.

D Struktur Obligasi Syariah

Sebagai bentuk pandanaan (*financing*) dan sekaligus investasi memungkinkan beberapa bentuk atau struktur yang dapat ditawarkan untuk tetap berada dalam rambu – rambu syariah. Salah satunya adalah menghindarkan segala jenis

⁵⁰ Khaerul Umam, *Pasar Modal Syariah & Praktik Pasar Modal Syariah*, (Bandung : Pustaka Setia, 2013) hal. 174.

⁵¹ Ibid, hal. 176.

transaksi dari unsur riba. Berdasarkan alasan tersebut, maka struktur obligasi syariah dapat berupa :⁵²

1. Bagi hasil berdasarkan akad *mudharabah/muqaradhah/qiradh* ataupun *musyarakah*. Akad *mudharabah/musyarakah* adalah akad kerjasama 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.
2. Margin/*fee* berdasarkan akad *murabahah*, *salam*, *istisna*, dan *ijarah*. Dengan akad tersebut, obligasi syariah akan memberikan *fixed return* (pendapatan tetap). Berdasarkan kedua prinsip di atas, untuk saat ini di Indonesia mengenal adanya dua jenis obligasi, yaitu obligasi *mudharabah* dan obligasi *ijarah*.⁵³
 - a. Obligasi Syariah *Mudharabah*

Obligasi syariah *mudharabah* adalah obligasi syariah yang tidak menggunakan akad *mudharabah*. Akad *mudharabah* adalah akad kerjasama antara pemilik modal dan pengelola. Ikatan atau akad *mudharabah* pada hakikatnya adalah ikatan penggabungan atau pencampuran berupa hubungan kerjasama antara pemilik usaha dengan pemilik harta, di mana pemilik harta hanya menyediakan dana secara penuh (100%) dalam suatu kegiatan usaha dan tidak boleh secara aktif dalam pengelolaan usaha.

⁵² Iggi Achsien, *Mengenal Obligasi Syariah*, diakses dari <http://www.kompas.com/kompas-cetak>, pada tanggal 25 Oktober 2021, pukul 13.15 WIB.

⁵³ Ibid, <http://www.kompas.com/kompas-cetak>

Sedangkan pemilik usaha memberikan jasa, yaitu mengelola harta secara penuh dan mandiri (*directionery*) dalam bentuk asset pada kegiatan usaha tersebut.

Ada beberapa alasan yang mendasari pemilihan struktur obligasi *mudharabah*, diantaranya :⁵⁴

- 1). Obligasi syariah *mudharabah* merupakan bentuk pendanaan yang paling sesuai untuk investasi dalam jumlah besar dan jangka waktunya relative panjang.
- 2). Obligasi syariah *mudharabah* dapat digunakan untuk pendanaan umum (*general financing*), seperti pendanaan modal kerja ataupun *capital expenditure*.
- 3). *Mudharabah* merupakan pencampuran kerjasama antara modal dan jasa (kegiatan usaha), sehingga membuat strukturnya memungkinkan untuk tidak memerlukan jaminan (*collateral*) atas asset yang spesifik. Hal ini berbeda dengan struktur yang menggunakan dasar akad jual beli yang mensyaratkan jaminan atas asset yang didanai.
- 4). Kecenderungan regional dan global, dari penggunaan struktur *mudharabah* dan *ba'i bi'thamam ajil* menjadi *mudharabah* dan *ijarah*.

⁵⁴ Sofiniyah Ghufron, Briefcase Book Edukasi Profesional Syariah: Konsep Dasar Obligasi Syariah, (Jakarta : Renaisan, 2005), hal. 32.

Adapun ketentuan atau mekanisme obligasi syariah *mudharabah* adalah :⁵⁵

- 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.
- 4). Pendapatan bagi hasil merupakan jumlah pendapatan yang dibagikan 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 dibagikan yang jumlahnya tercantum dalam laporan keuangan konsolidasi emiten.
- 5). Pembagian hasil pendapatan atau keuntungan dapat dilakukan secara periodik.
- 6). Karena besarnya pendapatan bagi hasil akan ditentukan oleh kinerja *actual emiten*, maka

⁵⁵ Ibid, hal. 34.

obligasi syariah memberikan *indicative return* tertentu.

Produk obligasi mudharabah dapat juga dikonversi menjadi saham setelah jangka waktu tertentu dengan persetujuan pemiliknya. Sehingga pemilik surat ini berubah menjadi *musyarrik muaqqat* (mitra kerja sama kontemporer) bagi perusahaan. Dalam keuntungan investasinya menjadi pemilik saham atau mitra kerja sama selamanya.

Pada prinsipnya, obligasi *mudharabah* yang dikonversi menjadi saham sama dengan obligasi *mudharabah* baik yang *muthlaqah* maupun *muqayyadah*. Persamaan adalah sama-sama menggunakan prinsip musyarakah dan *al-ghurmu bil ghurm* dalam hal keuntungan, sehingga dalam hal ini sesuai dengan kaidah – kaidah Islam dalam distribusi keuntungan investasi.

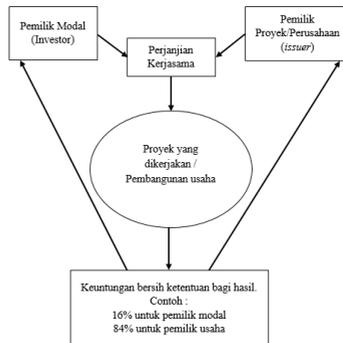
Adapun ketentuan – ketentuan yang berlaku berkaitan dengan konversi obligasi mudharabah menjadi saham adalah :⁵⁶

- 1). Wajib menjaga kaidah – kaidah yang ditetapkan untuk penambahan modal sesuai dengan undang – undang Negara tempat perusahaan yang mengeluarkan obligasi.
- 2). Wajib menjaga keseimbangan keuangan dengan sumber-sumbernya, baik dari dalam maupun dari luar.

⁵⁶ Marzuki Usman, *ABC Pasar Modal Indonesia*, (Jakarta : Kerjasama Institut Bankir Indonesia dengan Ikatan Sarjana Ekonomi Indonesia, 2000), hal. 65.

- 3). Tanggal dan syarat – syarat konversi menjadi saham harus dijelaskan, serta jangka waktu untuk mengkonversikan ke dalam saham.
- 4). Wajib menjelaskan kadar batas maksimal pengeluaran bagi saham yang baru jika ada.
- 5). Penjelasan tanggal pengembalian harga obligasi dalam kondisi tidak dikonversikan ke dalam saham.

Gambar 2. 1
(Skema Transaksi Obligasi *Mudharabah*)⁵⁷



Sumber: diambil dari buku Suwarti yang berjudul *Akuntansi Perbankan Syariah*.⁵⁸

Penentuan harga obligasi *mudhârabah* adalah jumlah *present ruine* aliran bagi hasil ditambah *present ruine* nilai nominal.

⁵⁷ Ibid, hal. 67.

⁵⁸ Suwarti, *Akuntansi Perbankan Syariah*, (Jakarta : PT Gramedia Widiasarana Indonesia, 2018), hal. 6.

Contoh : Berapakah harga obligasi *mudhârabah* bemilai nominal Rp 10 juta dengan tingkat bagi hasil 16% dan jatuh tempo 3 tahun? Dan investor mensyaratkan tingkat bagi hasil 18%.

Jawab :

Harga nominal = 16% x Rp 10.000.000 = Rp 1.600.000.

Harga = Rp 1.600.000 : (1 + 18%) + Rp 1.600.000 : (1 + 18%)² + Rp 1.600.000 : (1 + 18%)³ + Rp 10.000.000 : (1 + 18%)³ = Rp 9.565.250.

Nominal yield adalah bagi hasil obligasi yang besarnya sama dengan tingkat bagi hasil (profit sharing rate) dikalikan dengan nilai nominalnya. Tingkat obligasi bagi hasil merefleksikan tingkat bagi hasil yang mengandung komponen – komponen tingkat pertumbuhan ekonomi, tingkat inflasi dan resiko. Penentuan tingkat bagi hasil didasarkan atas tingkat bagi hasil perbankan dan tingkat keuntungan issuer yang sedang berlaku, biasanya tingkat obligasi bagi hasil diatas tingkat bagi hasil perbankan. Penempatan tingkat bagi hasil (profit sharing rate) di atas tingkat bagi hasil perbankan dimaksud sebagai premi resiko, premi resiko ini penting, karena untuk merekompensasi kemungkinan beberapa resiko investasi obligasi.

Pembayaran bagi hasil bisa dilakukan tiap tahun (annual) atau semester (semiannual) atau triwulan, untuk perhitungan bagi hasil harus disesuaikan dengan periode pembayaran bagi hasil yang diberlakukan.

$$\text{Pendapatan Bagi Hasil} = \text{Tingkat bagi hasil (\%)} \times \text{nilai nominal}$$

b. Obligasi *Ijarah*

Ijarah adalah obligasi syariah berdasarkan akad *ijarah*. Akad *ijarah* adalah suatu jenis akad untuk mengambil manfaat dengan jalan penggantian.⁵⁹ Artinya, pemilik harta memberikan hak untuk memanfaatkan obyek yang ditransaksikan melalui penguasaan sementara atau peminjaman obyek dengan manfaat tertentu dengan membayar imbalan kepada pemilik obyek. *Ijarah* mirip dengan leasing, tetapi tidak sepenuhnya sama.

Dalam akad *ijarah* disertai dengan adanya perpindahan manfaat tetapi tidak terjadi perpindahan kepemilikan. Ketentuan akad *ijarah* sebagai berikut :⁶⁰

- 1). Obyeknya dapat berupa barang (harta fisik yang bergerak, tak bergerak, harta perdagangan) maupun berupa jasa.
- 2). Manfaat dari obyek dan nilai manfaat tersebut diketahui dan disepakati oleh kedua belah pihak.
- 3). Ruang lingkup dan jangka waktu pemakaiannya harus dinyatakan secara spesifik.

⁵⁹ Muhammad Kamal Zubair, *Instrumen Investasi pasar Modal*, (Yogyakarta : Makalah Pascasarjana UIN Sunan Kalijaga, 2008), hal. 10.

⁶⁰ *Ibid*, hal. 13.

- 4). Pemakai manfaat (penyewa) harus menjaga obyek agar manfaat yang diberikan oleh obyek tetap terjaga.
- 5). Pembeli sewa haruslah pemilik mutlak.

Secara teknis, obligasi ijarah dapat dilakukan dengan dua cara, yaitu :⁶¹

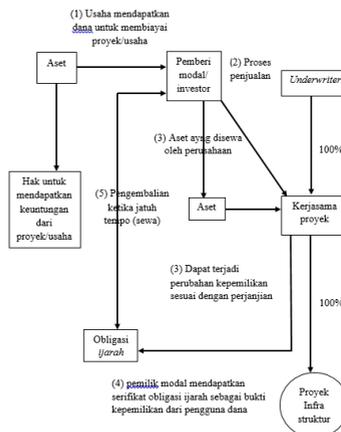
- 1). Investor dapat bertindak sebagai penyewa (*musta'jir*). Sedangkan emiten dapat bertindak sebagai wakil investor. Dan *property owner* dapat bertindak sebagai orang yang menyewakan (*mu'jir*). Dengan demikian, ada dua kali transaksi dalam hal ini; transaksi pertama terjadi antara investor dengan emiten, di mana investor mewakilkan dirinya kepada emiten dengan akad wakalah, untuk melakukan transaksi sewa menyewa dengan *property owner* dengan akad menyewa (*ijarah*).
- 2). Setelah investor memperoleh hak sewa, maka investor menyewakan kembali obyek 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.

Sebagai contoh transaksi obligasi ijarah adalah pemegang obligasi memberi dana kepada Toko

⁶¹ Marzuki Usman, *ABC Pasar Modal Indonesia*,....., hal 80.

Matahari untuk menyewa sebuah, ruangan guna keperluan ekspansi. Yang mempunyai hak manfaat atas sewa ruangan adalah pemegang obligasi, tetapi ia menyewakan mengijarahkan kembali kepada Toko Matahari. Jadi harus membayar kepada pemegang obligasi sejumlah dana obligasi yang dikeluarkan ditambah return sewa yang telah disepakati. Obligasi ijarah lebih diminati oleh investor, karena pendapatannya bersifat tetap. Terutama investor yang paradigmanya masih konvensional konservatif dan lebih menyukai *fixed income*.

Gambar 2. 2
(Skema Obligasi Ijarah)



Sumber : Jurnal Akuntansi Bisnis dan Ekonomi oleh Fahrul Alam Masruri.⁶²

⁶² Fahrul Alam Mansuri, "PENGARUH UKURAN PERUSAHAAN, LIKUIDITAS DAN JATUH TEMPO OBLIGASI TERHADAP TINGKAT SEWA SUKUK IJARAH PADA PERUSAHAAN YANG MENERBITKAN SUKUK IJARAH DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2015-2019", Jurnal Akuntansi Bisnis dan Ekonomi, Volume 6 No. 2, September 2020, hal. 174.

E Emisi Obligasi Syariah

Secara umum dapat dikatakan bahwa syariah menghendaki kegiatan ekonomi yang halal, baik dari segi prodi yang menjadi obyek, cara perolehannya, maupun cara penggunaannya. Oleh karena itu, dalam berusaha, Islam mengharuskan manusia agar mengambil hasil yang halal ini. Padahal dalam Islam ketentuan mengenai halal haram sudah sangat jelas. Dalam hal ini emiten mempunyai tanggung jawab yang tinggi agar dalam menjalankan kegiatan bisnisnya tetap berada di jalur yang diharapkan.⁶³

Tujuan utama yang dilakukan emiten adalah memanfaatkan peluang sebanyak mungkin agar memperoleh biaya modal dan keuntungan yang maksimal.⁶⁴ Namun demikian, tidak semua emiten dapat menerbitkan obligasi syariah karena ketatnya persyaratan yang harus dipenuhi. Syarat- syarat untuk dapat menerbitkan obligasi syariah adalah :

1. Aktivitas utama (*core business*) yang halal, tidak bertentangan dengan Fatwa No. 20/DSN-MUI/V/2001. Fatwa tersebut menjelaskan bahwa jenis kegiatan usaha yang benentangan dengan syariah Islam diantaranya :⁶⁵
 - a. Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
 - b. Usaha lembaga keuangan konvensional (*riba*) termasuk perbankan dari asuransi konvensional.

⁶³ Rina El Maza, *Peluang dan Tantangan Obligasi Syariah dalam Penerbitannya*, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islam, Volume 1, No.1, 2016, hal. 10.

⁶⁴ Maisarah Leli, TRANSAKSI OBLIGASI SYARIAH (TINJAUAN TRANSAKSI OBLIGASI MENURUT PRINSIP-PRINSIP SYARIAH), Jurnal Ilmiah Syari'ah, Volume 16, Nomor 1, Januari-Juni 2017, hal 22.

⁶⁵ Ibid, hal 25.

- c. Usaha yang memproduksi, mendistribusikan, serta menemperdagangkan makanan dan minuman haram.
 - d. Usaha yang memproduksi dan atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudharat.
2. Peringkat *investment grade*-nya harus :
 - a. Memiliki fundamental usaha yang kuat.
 - b. Memiliki fundamental keuangan yang kuat.
 - c. Memiliki citra yang baik bagi public.

F Keuntungan Obligasi Syariah

Penerbitan obligasi syariah berfungsi sebagai instrument pembiayaan (*financing*) dan sekaligus investasi (*investment*) yang dapat ditawarkan ke dalam berbagai bentuk atau struktur sesuai akad syariah. Berdasarkan akad yang digunakan, bentuk keuntungan penerbitan obligasi syariah dapat dibedakan menjadi dua macam :⁶⁶

1. Pembagian hasil berdasarkan akad persekutuan (*asy-syirkah*) yaitu berupa *mudharabah/musyarakah*.

Obligasi syariah yang menggunakan akad persekutuan ini akan memberikan keuntungan berupa bagi hasil (*profit dan loss sharing*) antara investor sebagai *shahib al-mal* dengan perusahaan yang menjalankan usaha sebagai *mudharibi*. Obligasi jenis ini akan memberikan keuntungan dengan menggunakan *term* indicative atau *expected return* karena sifatnya yang *floating* dan tergantung pada kinerja perusahaan yang dibagi dihasilkan.

⁶⁶ Ibid, Muhammad Kamal Zubair, *Intrumen Investasi pasar Modal*,....., hal. 22.

2. Pembagian margin atau fee berdasarkan akad pertukaran (*al-bai'*) yaitu *murabahah*, *salam*, *istishna* dan *ijarah*.

Dalam fiqh muamalah akad ini bersifat *natural certainty contract*, sehingga obligasi syariah yang menggunakannya akan memberikan hasil yang pasti dan dapat diperkirakan sebelumnya (*fixed and predetermined*). Dengan kata lain, akad tersebut merupakan bentuk pertukaran dengan skema *cost plus basis*, sehingga akan memberikan keuntungan yang cenderung bersifat tetap (*fixed return*).

G Jenis – jenis Obligasi Syariah

Pembedaan obligasi syariah (*sukuk*) dapat dilakukan berdasarkan tiga kategori yaitu, jenis akad yang dipakai, pembayaran pendapatan yang akan dibagikan kepada pihak-pihak yang berakad, dan basis pembiayaan, serta *multiple sukuk*. Berdasarkan tiga jenis akad sukuk (obligasi syariah) terbagi ke dalam enam jenis yaitu :⁶⁷

1. Obligasi syariah *Murabahah*

Sukuk *Murabahah* adalah surat berharga yang berisi akad pembiayaan murabahah. Sukuk *murabahah* dapat didefinisikan sebagai surat berharga yang dapat diperdagangkan di pasar. Jadi, sukuk *murabahah* adalah surat berharga yang berisi akad pembiayaan berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh perusahaan (emiten), pemerintah, atau institusi lainnya, yang mewajibkan penerbit sukuk untuk membayar pendapatan kepada pemegang sukuk berupa bagi hasil dari margin keuntungan

⁶⁷ Iggi Achsien, Mengenal Obligasi Syariah, diakses dari <http://www.kompas.com/corrilkompassetak/>, pada tanggal 26 Oktober 2021, pukul 22.30 WIB.

serta membayar kembali dana pokok sukuk pada saat jatuh tempo.

2. Obligasi Syariah *Mudharabah*

Sukuk *mudharabah* adalah surat berharga yang berisi akad pembiayaan yang menggunakan sistem akad *mudharabah*. Sukuk *mudharabah* dapat juga diartikan sebagai surat berharga yang berisi akad pembiayaan berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh perusahaan (emiten), pemerintah, atau institusi lainnya yang mewajibkan penerbit sukuk untuk membayar pendapatan kepada pemegang sukuk berupa bagi hasil dari hasil pengelolaan dana yang telah disetorkan pemilik dana serta membayar kembali dana pokok sukuk pada saat jatuh tempo.

3. Obligasi Syariah *Musarakah*

Sukuk *musarakah* adalah surat berharga yang berisi akad pembiayaan yang menggunakan akad Obligasi Syariah *musarakah*. Atau, sukuk *musarakah* adalah surat berharga yang berisi akad pembiayaan berdasarkan prinsip syariah yang diterbitkan oleh perusahaan (emiten), pemerintah, atau institusi lainnya yang mewajibkan penerbit sukuk untuk membayarkan pendapatan kepada pemegang sukuk berupa bagi hasil dari hasil pengelolaan dana kontribusi pihak-pihak yang berakad serta membayar kembali dana pokok sukuk pada saat jatuh tempo

4. Obligasi Syariah *Salam*

Sukuk *salam* adalah surat berharga yang berisi akad pembiayaan yang menggunakan akad *salam*, atau surat berharga yang berisi akad pembiayaan berdasarkan prinsip

syariah yang diterbitkan oleh perusahaan (emiten), pemerintah, atau institusi lainnya yang mewajibkan penerbit sukuk untuk membayar pendapatan kepada pemegang sukuk, yang biasanya berupa bagi hasil dari marjin keuntungan serta membayar kembali dana pokok sukuk pada saat jatuh tempo.

5. Obligasi Syariah *Istishna*

Sukuk *istishna* adalah surat berharga yang berisi akad pembiayaan yang menggunakan akad *istishna*, atau surat berharga yang berisi akad pembiayaan berdasarkan prinsip syariah yang diterbitkan oleh perusahaan (emiten), pemerintah, atau institusi lainnya yang mewajibkan penerbit sukuk untuk membayar pendapatan kepada pemegang sukuk berupa bagi hasil dari marjin keuntungan serta membayar kembali dana pokok sukuk pada saat jatuh tempo.

6. Obligasi Syariah *Ijarah*

Sukuk *ijarah* adalah pembiayaan yang menggunakan sistem akad *ijarah*, atau surat berharga yang berisi akad pembiayaan berdasarkan prinsip syariah yang diterbitkan oleh perusahaan (emiten), pemerintah, atau institusi lainnya yang mewajibkan penerbit sukuk untuk membayar pendapatan kepada pemegang sukuk berupa *fee* dari hasil penyewaan aset sertamembayar kembali dana pokok sukuk pada saat jatuh tempo.⁶⁸

⁶⁸ Ibid, Iggi Achsien, http://www.kompas_corrilkompascetak/

H Perbedaan Obligasi Syariah dan Konvensional

Tabel 2. 1

| No. | Konsep | Obligasi Syariah | Obligasi Konvensional |
|-----|--------------|---|--|
| 1 | Nama/istilah | Surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah. | surat hutang dari suatu lembaga atau perusahaan berdasarkan prinsip konvensional |
| 2 | Jenis akad | <p>a. Jenis akad Berupa bagi hasil kepada pemegang obligasi <i>mudharabah</i> atau musyarakah</p> <p>b. Keuntungan berupa margin bagi pemegang obligasi <i>murabahah</i>, <i>salam</i>, atau <i>ishtisna</i>.</p> <p>c. Berupa fee (sewa) dari asset yang disewakan untuk pemegang obligasi</p> | Jenis akad berupa suatu perjanjian atau kontrak yang mengikat kedua belah pihak, antara pemberi pinjaman dan penerimaan pinjaman |

| | | | |
|---|----------|---|---|
| | | dengan akad <i>ijarah</i> . | |
| 3 | Return | dan fee/sewa bersifat tetap (<i>fixed</i>) yang tidak ditentukan diawal (hanya disepakati proporsi pembagian hasil apabila memperoleh keuntungan dimasa datang) | lebih dulu besarnya pada saat perjanjian dan sudah pasti dapat dihitung secara matematika |
| 4 | Risiko | Mudah diketahui karena tingkat <i>return</i> sangat dipengaruhi kondisi Perusahaan | Sulit diketahui dan dibaca, jika terjadi <i>default</i> (gagal serah) |
| 5 | Struktur | Struktur obligasi syariah dapat berupa bagi hasil berdasarkan akad <i>mudharabah</i> dan obligasi <i>ijarah</i> yang telah diterbitkan maupun yang akan | Struktur obligasi konvensional berupa struktur tingkat bunga yang terdapat dalam obligasi jangka panjang selama periode akan sama dengan nilai rata-rata bunga jangka |

| | | | |
|----|-----------------|--|--------------------------------|
| | | diterbitkan, sehingga yang cukup dikenal adalah obligasi syariah <i>mudharabah</i> . | pendek dari obligasi tersebut. |
| 6 | Jatuh tempo | 5 tahun | 20 tahun |
| 7 | Pendapatan | Bagi hasil | Bunga |
| 8 | Sifat | Investasi | Surat hutang |
| 9 | Harga penawaran | 100% | 100% |
| 10 | Investor | Bersifat luas (syariah, konvensional) | Bersifat terbatas |

Dalam tabel diatas tersebut menjelaskan bahwa Perbedaannya terdapat pada pendapatan dan *return*.⁶⁹Sedangkan perbedaan yang paling mendasar antara obligasi syariah dan obligasi konvensional terletak pada penetapan bunga yang besarnya sudah ditetapkan atau ditentukan di awal transaksi dilakukan. Meskipun demikian obligasi syariah sudah dinilai prospektif dan berhasil diterbitkan dalam perkembangan akad-akad tersebut namun obligasi syariah menghadapi beberapa kendala.

Adapun strategi yang mendukung obligasi adalah strategi produk dan harga. Dimana strategi produk adalah salah satu yang dapat ditawarkan kepasar untuk mendapatkan perhatian untuk dibeli, sedangkan dalam strategi harga obligasi syariah merupakan penentuan harga yang akan ditetapkan harus sesuai dengan tujuan perusahaan tersebut.⁷⁰

⁶⁹ Ibid, Muhammad Kamal Zubair, *Intrumen Investasi pasar Modal*,....., hal. 25.

⁷⁰ Oka Ayoeti, *Perencanaan Strategi Pemasaran*, (Jakarta : PT Pranandya Paramitha, 2005), hal. 125.

Harga penawaran dalam obligasi syariah 100% merupakan penyertaan dana yang didasarkan pada prinsip bagi hasil, sehingga strategi tersebut mendukung untuk memasarkan produk yang mengenai transaksi akad *mudharabah* yang meliputi adanya penyertaan. Namun kendala yang muncul dalam obligasi syariah tersebut muncul bersama obligasi *mudharabah* yaitu masalah pendapatan, bahwa *revenue sharing* lebih maslahat digunakan dalam pembagian pendapatan. Sedangkan mekanisme *revenue sharing* mengandung kelemahan, karena apabila tingkat pendapatan rendah maka obligasi syariah tidak mampu membiayai kebutuhan operasionalnya sehingga akan merugikan.

I Strategi Obligasi Syariah

Untuk mengembangkan produk satu perusahaan, selain membenahi faktor-faktor produksi, tindakan pemasaran sangat berperan didalamnya sehingga melalui pengembangan produknya tujuan yang dicapai dapat sesuai dengan rencana yang telah ditetapkan. Strategi pengembangan obligasi syariah yang meliputi adanya penerapan marketing Mix 4P yaitu, Product, Place, Price dan Promotion adalah sebagai berikut:

1. *Product* (Produk)

Dalam strategi *Marketing Mix* langkah yang pertama dilakukan adalah strategi produk. Karena strategi produk berkaitan dengan produk secara keseluruhan, sebelum kita membicarakan lebih jauh, kita harus mengenal apa itu produk. Pengertian produk Philip Kotler adalah: “sesuatu yang dapat ditawarkan kepasar untuk mendapatkan

perhatian untuk dibeli, digunakan, atau dikonsumsi, sehingga dapat memenuhi keinginan dan kebutuhan.”⁷¹

Strategi produk menganalisa persekitaran pasaran seperti *demand*, persaingan dan pertumbuhan serta mengukurnya dengan pengupayaan yang ada. Pemasar juga perlu menjangakan perubahan situasi dan penyediaan alternatif tindakan yang wajar.⁷²

2. *Price* (Harga)

Price (harga) jumlah uang yang dibutuhkan untuk mendapatkan sejumlah kombinasi dari barang beserta pelayanannya. Setelah produk yang diproduksi siap untuk dipasarkan, maka perusahaan akan menentukan harga dari produk tersebut. Penentuan harga yang akan ditetapkan harus disesuaikan dengan tujuan perusahaan yaitu salah satunya untuk memaksimalkan laba, untuk memperbesar *market share*, dan mutu produk.

Setelah ditetapkan tujuan dari penentuan harga, langkah selanjutnya adalah menentukan besarnya harga berdasarkan angka. Besarnya nilai adalah yang harus dipasang tentu disesuaikan dengan tujuan penentuan harga, seperti modifikasi harga atau diskriminasi harga dapat dilakukan menurut pelanggan, bentuk produk, tempat dan lain sebagainya.⁷³

3. *Place* (Tempat)

⁷¹ Dr. Kasmir, *Kewirausahaan Edisi Revisi*, (Jakarta: PT Raja Grafindo Persada, 2014), hal. 189.

⁷² Ibid, Oka Ayoeti, *Perencanaan Strategi Pemasaran*,....., hal. 128.

⁷³ Ibid, Kasmir, *Kewirausahaan Edisi Revisi*,....., hal. 192.

Place (Tempat) dalam *marketing mix* biasa disebut dengan saluran distribusi, saluran dimana produk tersebut sampai kepada konsumen. Jadi saluran distribusi adalah saluran yang digunakan oleh produsen untuk menyalurkan produk tersebut dari produsen sampai ke konsumen atau industri pemakai.

4. Promotion (Promosi)

Pada hakikatnya promosi adalah suatu bentuk komunikasi pemasaran, yang dimaksud dengan komunikasi pemasaran adalah aktivitas pemasaran yang berusaha menyebarkan informasi, mempengaruhi atau membujuk atau mengingatkan pasar sasaran atas perusahaan dan produknya agar bersedia menerima, membeli pada produk yang ditawarkan perusahaan yang bersangkutan.

Berdasarkan strategi obligasi syariah diatas tersebut dapat disimpulkan bahwa strategi pendukung dalam obligasi syariah yaitu produk yang dipasarkan sangat memperhatikan keuntungan yang berdasarkan pada produk-produk yang sesuai dengan prinsip syariah atau bagi hasil. Sedangkan dalam harga penawaran yang ditawarkan mencapai 100% sehingga dapat menjangkau masyarakat yang lebih luas untuk penawaran yang relative masih rendah. Meskipun demikian harga penawaran 100%, namun penawaran yang relatif masih rendah dengan tingkat permintaan yan tinggi.

J Mekanisme dan Penerapan Obligasi Syariah

Obligasi berbasis syariah memiliki syarat khusus yaitu berupa *underlying asset* atau jaminan aset di setiap nilai penerbitannya. Aset inilah yang kemudian menjadi dasar dari

penerbitan sukuk. Berikut ini adalah syarat dan karakteristik *underlying asset* :

1. Punya Nilai Ekonomis

Setiap aset yang dijadikan *underlying* harus memiliki nilai ekonomis atau penerimaan kas yang jelas. *Underlying asset* sendiri bisa berwujud asset seperti : tanah, gedung, atau berupa jenis bangunan yang lainnya. Atau bisa juga berupa asset tidak berwujud seperti nilai manfaat dari asset berwujud maupun proyek yang hendak atau sedang dibangun.

2. Tidak Bertentangan Prinsip Syariah

Pihak penerbit harus bisa menjamin bahwa selama periode berjalan *underlying asset* tidak bertentangan dalam prinsip syariah dalam bentuk apapun.

3. Bukan Hal yang Dilarang

Segala bentuk asset, barang, atau jasa yang berkaitan dengan zat haram di setiap aktivitas produksi, perdagangan, dan penyediannyapun juga dilarang.⁷⁴

Investasi obligasi syariah juga bisa dilakukan melalui aplikasi Ipotgo. Berikut adalah langkah – langkah menggunakan aplikasi Ipotgo :

⁷⁴Wastam Wahyu Hidayat, *Konsep Dasar Investasi dan Pasar Modal*, (Ponorogo : Uwais, 2019), hal. 73.

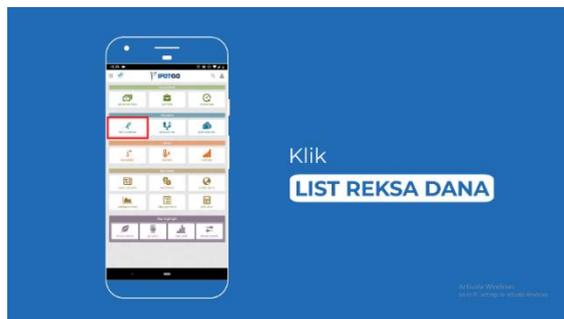
1. Buka Aplikasi Ipotgo



2. Log in dan masukkan PIN terlebih dahulu



3. Klik List Reksa Dana pada aplikasi Ipotgo



4. Pilih perusahaan mana yang akan kamu beli, kemudian klik (B)

The screenshot shows a list of funds with columns for FUND NAME, 1D, 1M, 1YR, and BUY/SELL. The first fund, 'Archipelago Balanced Fund', is highlighted. A blue overlay on the right contains the text 'Pilih dan Klik Buy [B]'.

| FUND NAME | 1D | 1M | 1YR | BUY/SELL |
|---------------------------------|------|------|--------|----------|
| *Archipelago Balanced Fund | 0.46 | 2.60 | 29.80 | [B] [S] |
| *Asasusa Amanah Syariah Fund | 0.87 | 4.30 | -2.91 | [B] [S] |
| *Arist Balanced Amar Syariah | 0.88 | 2.99 | -0.36 | [B] [S] |
| *Arist Equity Amar Syariah | 1.62 | 4.70 | -3.76 | [B] [S] |
| *Bahana Dana Infrastruktur | 0.66 | 2.57 | -2.98 | [B] [S] |
| *Bahana Quant Strategy | 0.71 | 2.55 | 3.30 | [B] [S] |
| *Batavia Dana Dinamis | 0.79 | 2.40 | 0.79 | [B] [S] |
| *BNIAAM Dana Terencana | 0.83 | 1.63 | -10.07 | [B] [S] |
| *BNP Paribas Equitra | 0.01 | 0.31 | -4.03 | [B] [S] |
| *BNP Paribas Inveqis | 0.10 | 1.19 | -4.27 | [B] [S] |
| *BNP Paribas Spektro | 0.13 | 0.83 | -4.48 | [B] [S] |
| *CMBI Principal Balanced Gm. | 1.36 | 3.50 | -4.67 | [B] [S] |
| *CMBI Principal Balanced Gm. | 1.04 | 2.17 | -7.49 | [B] [S] |
| *Cipta Dinamika | 0.47 | 7.77 | 2.30 | [B] [S] |
| *Citra Syariah Balance | 1.65 | 5.16 | -2.80 | [B] [S] |
| *Citra Gold | 0.27 | 0.91 | 0.63 | [B] [S] |
| *Dorukita Investasi Fleksibel | 0.02 | 0.78 | 4.50 | [B] [S] |
| *Dorukesa Aggregr Fleksibel | 1.03 | 3.94 | -3.50 | [B] [S] |
| *First State Indonesian Balance | 0.32 | 1.18 | 0.54 | [B] [S] |
| *First State MultiStrategy | 0.60 | 1.71 | -5.07 | [B] [S] |
| *HPAM Flexi Plus | 0.56 | 1.87 | -13.60 | [B] [S] |

5. masukkan nominal, kemudian centang "saya setuju"

The screenshot shows the 'SIMPLE BUY' form for 'ARCHIPELAGO BALANCED FUND'. A red box highlights the 'Net Investment (Rp)' field. A blue overlay on the right contains the text 'Isi NOMINAL'.

ARCHIPELAGO BALANCED FUND

Net Investment (Rp)

Saya Setuju Dengan Ketentuan RisikoDana Ini.

Metode Pembayaran

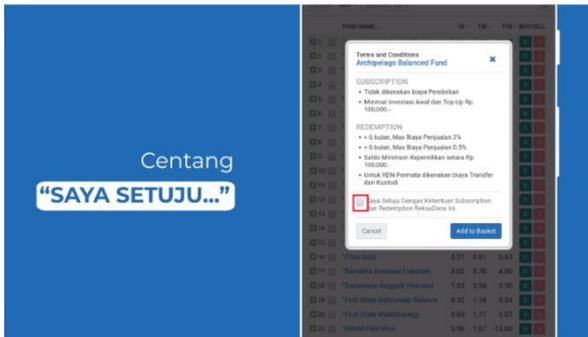
Dana Tersedia 0 IDR

Limit Fasilitas 0 IDR

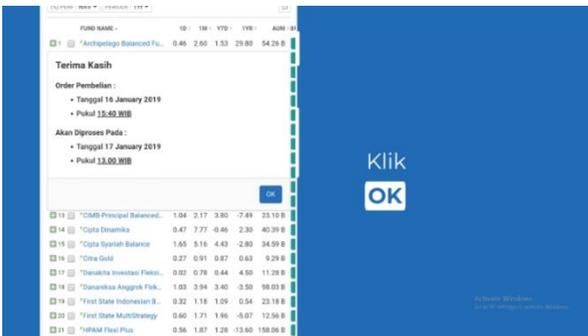
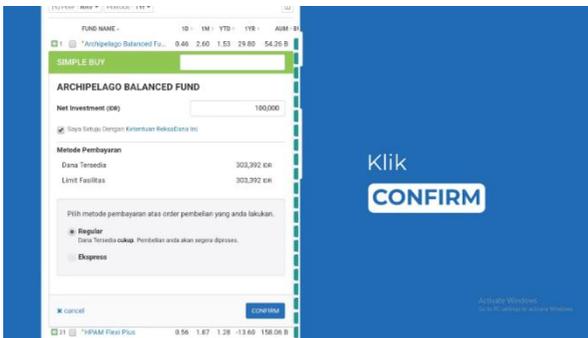
Pilih metode pembayaran atas order pembelian yang anda lakukan.

Regular

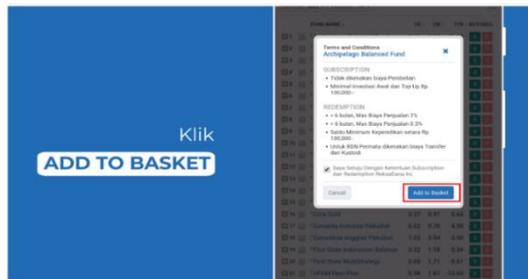
Ekspres



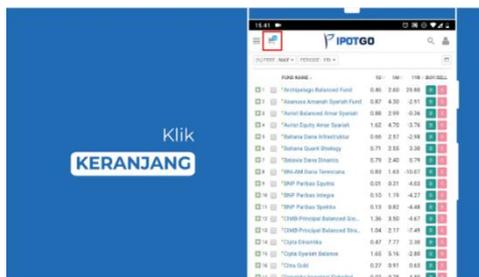
6. Kemudian klik "Confrim", lalu klik "OK"

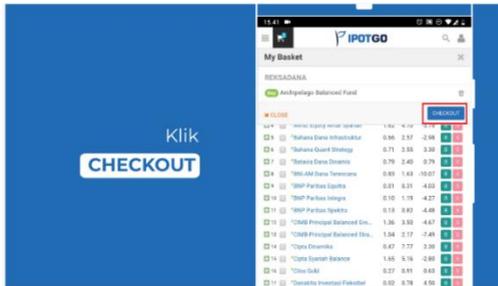


7. Bisa juga menggunakan fitur “ADD TO BASKET”, dengan cara klik “ADD TO BASKET”



8. Klik Keranjang, kemudian “CHECKOUT”





9. Kemudian isi nominalnya, setelah itu klik “CONFIRM”, Kemudian tekan “OK”

