

Potensi Obligasi Syariah Sebagai Sumber Pendanaan Jangka Menengah dan Panjang bagi Perusahaan di Indonesia

Sunarsih*

Abstract: Syariah bond is new innovation of security in islamic finance. In this time, it has rapid growth and acceptly universal. Syariah bond is source of fund for go public firms, with their investors are not for muslim investors but also for non muslim investors. The writing main explore: what syariah bond is, its potential source of fund for firms, threats of its development and solutions to eliminate the threats.

Keywords: obligasi syariah, pendanaan.

Pendahuluan

Dengan diluncurkannya pasar modal syariah pada 14 Maret 2003, maka harapan akan perkembangan pasar modal yang didasarkan prinsip-prinsip syariah akan lebih besar. Pasar modal syariah diharapkan dapat mendorong pertumbuhan institusi-institusi syariah, seperti lembaga keuangan syariah, dan instrumen-instrumen syariah, diantaranya obligasi syariah.

Obligasi syariah 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.¹ Dan merupakan alternatif sumber pendanaan bagi perusahaan-perusahaan yang telah *go public* di pasar modal, selain obligasi konvensional, saham preferen, dan saham biasa.

Penerbitan obligasi syariah, terutama *Sovereign Sukuk* (obligasi syariah yang bisa menembus pasar dunia), akan berimplikasi langsung bagi pertumbuhan perekonomian, karena

* Dosen Program Studi Keuangan Islam Fakultas Syari'ah Universtas Islam Negeri (UIN) Sunan Kalijaga Yogyakarta.

¹ Irfan Syauiq Beik, *Menyambut SUN Syariah*, www.halalguide.info, diakses 30 Maret 2008.

pada umumnya digunakan untuk membiayai berbagai proyek infrastruktur.² Seperti apa yang dilakukan oleh PLN, bahwa rencana penerbitan obligasi syariah di pasar internasional pada tahun 2009 adalah untuk mendanai kebutuhan operasional PLN terutama untuk memperbaiki infrastruktur tenaga listrik yang membutuhkan sekitar Rp. 5 triliun.³ Selain untuk memperbaiki infrastruktur, penerbitan obligasi syariah juga bisa dilakukan untuk menutupi modal kerja.⁴

Obligasi syariah telah banyak diterbitkan baik oleh korporasi maupun negara. Dan dewasa ini, obligasi syariah telah tumbuh secara pesat, diterima secara universal dan diadopsi tidak hanya oleh negara-negara Islam di kawasan Timur Tengah saja, melainkan juga oleh berbagai negara di kawasan Asia, Eropa, dan Amerika.

Indonesia adalah negara berpenduduk muslim terbesar di dunia, maka dapat dipastikan bahwa instrumen-instrumen syariah akan laris di pasar modal Indonesia, termasuk obligasi syariah. Kun Wahyu Winasis dan Diah Amelia menyatakan bahwa obligasi syariah merupakan dagangan (instrumen) yang laris manis. Hal ini bisa dilihat bahwa sampai bulan Juli 2006 total surat hutang syariah yang diterbitkan oleh 17 emiten telah mencapai Rp. 2,21 triliun atau tumbuh hampir 200%.⁵ Selain itu, obligasi syariah merupakan instrumen yang paling ampuh menarik investor dari Timur Tengah. Seperti diketahui bahwa investor Timur Tengah lebih suka memilih obligasi syariah (sukuk) untuk menanamkan modalnya.⁶

Adapun investor obligasi syariah, tidak lagi hanya terbatas pada investor Islami karena pada saat ini sebagian besar investor

² Luthfi Hasan Ishaq, *Obligasi Syariah Potensial Tarik Investor Timur Tengah*, www.halalguide.info, diakses 22 April 2008.

³ Eko Nopiansyah, "PLN terbitkan Sukuk Tahun Depan", *Tempo*, 18 April 2008.

⁴ "PLN Terbitkan Obligasi Syariah Rp. 200 Miliar, Obligasi Syariah PLN Terbuka bagi Investor Ritel", *Republika*, 10 Mei 2006.

⁵ Kun Wahyu Winasis dan Diah Amelia, *Sukuk, Syariah yang Terganjil Undang-Undang*, www.detikfinance.com, diakses 22 April 2008.

⁶ Luthfi Hasan Ishaq, *Obligasi Syariah ...*

obligasi syariah justru merupakan investor konvensional.⁷ Dengan demikian pangsa pasar bagi obligasi syariah sangat luas, namun proporsi obligasi syariah di pasar modal masih relatif sedikit dibanding obligasi konvensional. Oleh karena itu, obligasi syariah sangat potensial bagi sumber pendanaan perusahaan di Indonesia.

Mengingat potensi obligasi syariah sebagai sumber pendanaan bagi perusahaan masih besar di Indonesia, maka sebaiknya perlu dipikirkan cara untuk mendukung perkembangannya, dengan memperhatikan kendala-kendala yang dihadapinya.

Pengertian Obligasi Syariah (Sukuk)

Obligasi syariah di dalam dunia internasional dikenal dengan sukuk. Sukuk berasal dari bahasa Arab “sak” (tunggal) dan “sukuk” (jamak) yang memiliki arti mirip dengan sertifikat atau note. Dalam pemahaman praktisnya, sukuk merupakan bukti (*claim*) kepemilikan. Sebuah sukuk mewakili kepentingan, baik penuh maupun proposional dalam sebuah atau sekumpulan aset.⁸ Sukuk juga dapat dilihat sebagai sebuah persamaan dari obligasi islamik.⁹

Menurut *The Accounting And Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) definisi sukuk adalah sebagai sertifikat dari sebuah nilai yang sama, yang merepresentasikan saham yang tidak dibagikan atas aset berwujud (*tangible asset*), hak manfaat (*usufruct*) dan jasa-jasa atau kepemilikan atas proyek utama atau kegiatan investasi tertentu.¹⁰ Menurut Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan No. KEP130/BL/2006 Peraturan No. IX.A.13, sukuk adalah

⁷ "Mengenal Sukuk, Instrumen Investasi dan Pembiayaan Berbasis Syariah", www.dmo.or.id, diakses 9 Juli 2008.

⁸ Ach. Bakhrol Muchtasib, *Sekuritas Syariah*, www.pkes.org, diakses 30 Maret 2008.

⁹ *What is Sukuk?*, islamicbanking.worldmuslimmedia.com, diakses 17 April 2008.

¹⁰ Rania El Gamal, *Sukuk: New buzzword for Islamic finance*, www.kuwaittimes.net, diakses 22 Mei 2008.

efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisah atau tidak terbagi atas: kepemilikan aset berwujud tertentu, nilai manfaat, dan jasa atas asset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.¹¹

Sedangkan menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional No: 33/DSN-MUI/IX/2002, yang dimaksud obligasi syariah adalah surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayarkan pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.¹²

Karakteristik Obligasi Syariah (Sukuk)

Obligasi yang diterbitkan oleh setiap perusahaan yang terdaftar dalam JII belum tentu merupakan obligasi syariah. Karena sebuah obligasi dapat disebut sebagai obligasi syariah, seandainya obligasi tersebut bisa memenuhi persyaratan sebagai berikut:¹³

1. Akad yang digunakan dalam penerbitan obligasi syariah tersebut, dapat berupa:
 - a. Mudharabah/Qiradh
 - b. Musyarakah
 - c. Murabahah
 - d. Salam
 - e. Istishna
 - f. Ijarah
2. Jenis usaha yang dilakukan oleh emiten (mudharib) tidak boleh bertentangan dengan syariah.
3. Pendapatan (hasil) investasi yang dibagikan emiten kepada pemegang obligasi syariah harus bersih dari unsur non halal.

¹¹ "Perkembangan Sukuk di Indonesia", kiamifisifeui.wordpress.com, diakses 20 Mei 2008.

¹² Fatwa Dewan Syariah Nasional No: 33/DSN-MUI/2002 Tentang Obligasi Syariah Mudharabah, www.halalguide.info, diakses 30 Maret 2008.

¹³ "Perkembangan Sukuk di Indonesia", ...

4. Pendapatan (hasil) yang diperoleh pemegang obligasi syariah sesuai akad yang digunakan.
5. Peminjaman kepemilikan obligasi syariah mengikuti akad-akad yang digunakan
6. Pengawasan aspek syariah dilakukan oleh Dewan Pengawas Syariah atau Tim Ahli Syariah yang ditunjuk oleh Dewan Syariah Nasional MUI, sejak proses emisi obligasi syariah.

Sementara itu, Mamduh menyatakan bahwa sukuk (obligasi syariah) memiliki karakteristik sebagai berikut:¹⁴

1. Sukuk (obligasi syariah) berbeda dari interest/bunga.
2. Sukuk (obligasi syariah) tidak dapat diubah dalam bentuk saham.

Sedangkan menurut hasil keputusan Majelis Majma al-Figh al-Islami yang diselenggarakan di Jeddah Saudi Arabia, melarang jenis-jenis obligasi yang dinyatakan sebagai obligasi syariah, yaitu:¹⁵

1. Obligasi yang mencerminkan kewajiban membayarkan harganya disertai bunga yang dinisbahkan kepada harga tersebut atau disertai manfaat yang disyaratkan adalah haram secara syar'i baik pengeluaran, pembelian maupun pederajannya. Ini karena, ia merupakan hutang dengan bunga, baik pihak yang mengeluarkannya pemerintah atau badan pemerintah maupun pihak swasta. Perbedaan nama yang diberikan tidak beroengaruh pada hukum dan hakikatnya, baik dengan nama sertifikat investasi atau tabungan, atau menanamkan bunga ribawi tersebut dengan sebutan keuntungan, dividen, komisi atau imbalan.
2. *Zero Coupon Bonds* juga diharamkan karena termasuk pinjaman yang dijual dengan harga lebih rendah dari harga/ nilai nominalnya. Pemiliknya mendapat manfaat dari perbedaan harga jual dan harga nominal tersebut sebagai diskon bagi obligasi tersebut.

¹⁴ Mamduh M. Hanafi, "Valuation of Syariah Bond", *Asy-Syir'ah*, Fakultas Syari'ah UIN Sunan Kalijaga, Vol. 40. N0. II, 2006, p. 370.

¹⁵ Muhammad Firdaus NH dkk, *Konsep Dasar Obligasi Syariah*, (Jakarta: Renaisan, 2007), p. 26.

3. Obligasi berhadiah juga diharamkan karena merupakan pinjaman (*qardh*) yang disyaratkan adanya manfaat atau tambahan bagi para pembeli hutang secara global atau bagi sebagian mereka dengan tidak ditentukan secara pasti siapa orangnya. Ditambah bahwa hal itu mirip dengan perjudian.

Perbedaan Obligasi Syariah dengan Obligasi Konvensional dan Saham

Berdasarkan pengertian dan karakteristik obligasi syariah yang telah dipaparkan di atas, maka dapat diketahui bahwa obligasi syariah berbeda dengan konsep obligasi konvensional yang sudah dikenal di kalangan praktisi bisnis dan masyarakat pada umumnya. Menurut William L. Megginson, obligasi adalah instrument hutang jangka panjang yang digunakan oleh perusahaan atau pemerintah untuk meningkatkan uang (modal), khusus dari sekelompok pemberi pinjaman yang berbeda. Kebanyakan obligasi membayar bunga secara semesteran (tiap enam bulan) pada tingkat bunga kupon yang telah ditentukan, memiliki jatuh tempo awal 10 sampai 30 tahun. Dan *par value* (nilai nominal) yang harus dibayar kembali pada saat jatuh tempo.¹⁶ Menurut definisi dari Bursa Efek Indonesia, obligasi merupakan surat utang jangka menengah-panjang yang dapat dipindahtangankan yang berisi janji dari pihak yang menerbitkan untuk membayar imbalan berupa bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok utang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut.¹⁷

Di sini bisa dilihat bahwa obligasi ini merupakan *fixed-income security* yang memberikan bunga kepada pemegangnya sebagai pendapatan *bondholder*. Hal ini sangat berbeda dengan karakteristik obligasi syariah yang tidak mendasarkan pada bunga tetapi pada bagi hasil/margin/*fee*. Selain itu ada beberapa hal lain yang membedakan antara obligasi syariah dengan obligasi

¹⁶ William L. Megginson, *Corporate Finance Theory*, (Georgia: University of Georgian, Addison-Wesley, 1997), p. 166.

¹⁷ "Obligasi", www.idx.co.id, diakses 17 Mei 2008.

konvensional, diantaranya tentang syarat adanya *underlying asset* dalam penerbitan.

Menurut karakteristiknya, obligasi syariah tidak dapat dikonversikan ke dalam bentuk saham. Dengan demikian obligasi syariah memiliki perbedaan dengan saham. Saham dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan modal seseorang atau pihak (badan usaha) dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Dengan menyertakan modal tersebut, maka pihak tersebut memiliki klaim atas pendapatan perusahaan, klaim atas aset perusahaan, dan berhak hadir dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).¹⁸ Sementara dalam prinsip syariah, penyertaan modal dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang tidak melanggar prinsip-prinsip syariah, seperti bidang perjudian, riba, memproduksi barang yang diharamkan seperti bir, dan lain-lain.¹⁹

Perbedaan antara obligasi syariah, obligasi konvensional, dan saham dapat dilihat pada tabel berikut ini.

Tabel 1
Perbedaan Antara Obligasi Syariah dan Obligasi Konvensional²⁰

Instrumen	Obligasi Syariah/Sukuk	Obligasi	Saham
Sifat	Bukan merupakan hutang bagi penerbitnya tetapi merupakan lembar saham kepemilikan atas asset/proyek/ jasa spesifik yang tidak dibagikan	Hutang bagi penerbitnya	Lembar-lembar saham kepemilikan atas suatu perusahaan
Nilai buku aset	Minimum 51% aset berwujud (<i>tangible asset</i>) pada kontrak mereka disyaratkan untuk menyokong penerbitan sukuk al-ijarah	Secara umum tidak mensyaratkan.	Tidak mensyaratkan
Tuntutan (<i>Claim</i>)	Pemilik menuntut atas aset/proyek/ jasa yang	Kreditor menuntut	Pemilik menuntut pada

¹⁸ *Equities*, www.idx.co.id, diakses 17 Mei 2008.

¹⁹ *Syariah Products*, www.idx.co.id, diakses 17 Mei 2008.

²⁰ Nathif J. Adam dan Abdulkader Thomas, *Islamic Bond*, (London: Euromoney Book, 2004), p. 45.

	dijamin dan lain-lain.	atas peminjaman hutang, dan pada beberapa kasus menerapkan hukum gadai atas aset	perusahaan
Keamanan	Keamanan dijamin oleh hak kepemilikan atas aset atau proyek yang dijamin dalam penjaminan aset atau proyek selain bentuk-bentuk peningkatan jaminan yang telah ditentukan	Secara umum obligasi tidak aman kecuali pada kasus seperti <i>first mortgage bond</i> (obligasi yang dijamin dengan properti), <i>equipment trust certificates</i> (obligasi yang dijamin dengan aset tertentu) dan lain-lain.	Tidak aman
Prinsip dan Pengembalian (<i>Return</i>)	Tidak dijamin oleh penerbit	Dijamin oleh penerbit	Tidak dijamin oleh perusahaan
Tujuan	Harus diterbitkan hanya untuk tujuan halal secara islamik	Dapat diterbitkan untuk beberapa tujuan	Dapat ditawarkan untuk beberapa tujuan
Perdagangan sekuritas	Penjualan atas minat kepemilikan pada aset/proyek/ jasa yang spesifik dan lain-lain	Penjualan atas instrument hutang	Penjualan atas saham dalam sebuah perusahaan
Tanggung jawab pemegang/pemilik	Tanggung jawab untuk kewajiban yang telah ditentukan berkaitan dengan aset/ proyek/ transaksi yang dijamin terbatas pada	<i>Bondholder</i> / pemegang obligasi tidak bertanggung jawab atas	Tanggung jawab atas permasalahan perusahaan terbatas pada

partisipasi dalam penerbitan	kondisi keuangan penerbit	luasnya kepemilikan saham dalam perusahaan
------------------------------	---------------------------	--

Pihak-pihak yang Terlibat dalam Penerbitan Obligasi Syariah

Dalam penerbitan obligasi syariah, akan melibatkan beberapa pihak yang saling terkait satu dengan yang lainnya. Pihak-pihak tersebut adalah:²¹

1. *Obligor*.
Obligor adalah pihak yang bertanggung jawab atas pembayaran imbalan dan nilai nominal sukuk yang diterbitkan sampai dengan sukuk/obligasi syariah jatuh tempo. Dalam hal *sovereign* sukuk, *obligor*-nya adalah pemerintah.²²
2. Investor.
Investor adalah pemegang sukuk yang memiliki hak atas imbalan, marjin, dan nilai nominal sukuk sesuai partisipasi masing-masing. Investor yang dimaksud disini bisa islamik investor ataupun investor konvensional.²³
3. *Special Purpose Vehicle (SPV)*.
Special Purpose Vehicle (SPV) adalah badan hukum yang didirikan khusus untuk penerbitan sukuk. *Special Purpose Vehicle (SPV)* berfungsi: (i) sebagai penerbit sukuk, (ii) menjadi *counterpart* pemerintah atau *corporate* dalam transaksi pengalihan aset, (iii) bertindak sebagai wali amanat (*trustee*) untuk mewakili kepentingan investor.²⁴
4. *Trustee*, bisa *Principle Trustee* atau *Co Trustee*.

²¹ Agus P. Laksono, "Sukuk: Alternatif Instrumen Investasi dan Pembiayaan", *Walking Paper*, Disampaikan dalam Talk-Show "Sukuk for the Better Future of Shari'a Economic System" yang diselenggarakan oleh Forum Studi Islam Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia dan Patra Jasa Office, Jakarta, 14 Februari 2007.

²² "Mengenal Sukuk, Instrumen Investasi dan Pembiayaan Berbasis Syariah", www.dmo.or.id, diakses 9 Juli 2008.

²³ *Ibid.*

²⁴ *Ibid.*

Trustee mewakili kepentingan pembeli obligasi, *trustee* melakukan semacam penilaian terhadap perusahaan yang akan menerbitkan obligasi, untuk meminimalkan resiko yang akan ditanggung *obligor*.²⁵

5. *Appraiser*.

Appraiser adalah perusahaan yang melakukan penilaian terhadap aktiva tetap perusahaan yang akan melakukan emisi, untuk memperoleh nilai yang dipandang wajar.²⁶

6. *Custody*.

Custody menyelenggarakan kegiatan penitipan, bertanggung jawab untuk menyimpan efek milik pemegang rekening dan memenuhi kewajiban lain sesuai dengan kontrak antara kustodian dan pemegang rekening. Kustodian bisa berupa Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian, Perusahaan Efek, dan Bank Umum yang telah memperoleh persetujuan Bapepam.²⁷

7. *Shariah Advisor*.

Penerbitan sukuk (obligasi syariah) harus terlebih dahulu mendapatkan pernyataan kesesuaian prinsip syariah (*syariah compliance endorsement*) untuk meyakinkan investor bahwa sukuk (obligasi syariah) telah distruktur sesuai syariah. Pernyataan syariah *compliance* tersebut bisa diperoleh dari individu yang diakui secara luas pengetahuannya di bidang syariah atau institusi yang khusus membidangi masalah syariah. Untuk penerbitan sukuk (obligasi syariah) di dalam negeri, *syariah compliance endorsement* dapat dimintakan kepada Dewan Syariah Nasional - MUI. Untuk penerbitan sukuk (obligasi syariah) internasional, diperlukan *en-dorsement* dari ahli/lembaga syariah yang diakui komunitas syariah internasional, misalnya IIFM.²⁸

8. *Arranger* atau manajer investasi.

²⁵ Suad Husnan, *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, (Yogyakarta: UPP AMP YKPN, 2003), p. 11-12.

²⁶ *Ibid*, p. 12.

²⁷ *Ibid*, p. 11.

²⁸ "Mengenal Sukuk,

Manajer investasi merupakan pihak yang mengelola dana yang dititipkan investor untuk diinvestasikan di pasar modal.²⁹

9. *Paying Agent*.

Struktur Obligasi Syariah

Obligasi syariah sebagai sumber pendanaan dan sekaligus investasi, memungkinkan berbagai bentuk struktur yang dapat ditawarkan untuk tetap menghindarkan dari riba. Berdasarkan pengertian obligasi syariah, maka obligasi syariah dapat memberi:³⁰

1. Bagi hasil berdasarkan akad Mudharabah, Muqaradhah, Qiradh atau Musyarakah. Karena akad Mudharabah atau Musyarakah adalah kerjasama dengan skema bagi hasil pendapatan atau keuntungan, obligasi ini akan memberikan return dengan menggunakan *term indicative/expected return* karena sifatnya yang *floating* dan tergantung pada kinerja pendapatan yang dibagihasilkan.
2. *Margin/ Fee* berdasarkan akad Murabahah atau Salam atau Istishna atau Ijarah. Dengan akad Murabahah/ Salam/ Istishna atau Ijarah sebagai bentuk jual beli dengan skema *cost plus basis*, obligasi jenis ini akan memberikan *fixed return*.

Walaupun bentuk akad yang diterapkan dalam obligasi syariah itu banyak, namun dilihat dari akad yang digunakan sampai saat ini baru dua jenis obligasi syariah yang sedang berkembang di Indonesia, yaitu: obligasi mudharabah dan ijarah.³¹ Keduanya sesuai kaidah syariah namun berbeda dalam perhitungan, penilaian, dan pemberian hasil (*return*).

1. Obligasi Mudharabah

Obligasi Mudharabah adalah skema kerja sama dengan skema bagi hasil pendapatan atau keuntungan, obligasi jenis ini akan memberikan return dengan menggunakan *term*

²⁹ Eduardus Tandililin, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, (Yogyakarta: BPFE UGM, 2001), p. 34.

³⁰ Heri Sudarsono, *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah: Deskripsi dan Ilustrasi*, (Yogyakarta: Ekonesia Kampus Fakultas Ekonomi UII, 2007), p. 225-226.

³¹ *Syariah Products*, www.idx.co.id, diakses 17 Mei 2008.

indicative/expected return karena sifatnya yang *floating* dan tergantung pada kinerja pendapatan yang dibagihasilkan. Secara praktek obligasi mudharabah dikeluarkan oleh perusahaan (mudharib/ emiten) kepada investor (sahibul maal) dengan tujuan untuk pendanaan proyek tertentu yang dijalankan perusahaan. Proyek ini sifatnya terpisah dengan aktivitas umum perusahaan. Keuntungan didistribusikan secara periodik berdasarkan nisbah tertentu yang telah disepakati. Tapi tidak ditentukan prosentasenya pada perjanjian awal (*fixed pre-determined*). Nisbahnya merupakan rasio pembagian keuntungan riil dengan basis profit-loss sharing.

Alasan memilih penerbitan obligasi syariah dengan struktur mudharabah, dikarenakan obligasi syariah mudharabah ini telah memiliki pedoman khusus, yaitu dengan disahkannya Fatwa No: 33/DsN-MUI/IX/2002. Dalam fatwa tersebut dinyatakan bahwa obligasi syariah mudharabah adalah obligasi syariah yang menggunakan akad mudharabah.³²

Selain itu pemilihan obligasi mudharabah juga disebabkan karena:³³

- a. Bentuk pendanaan yang paling sesuai untuk investasi dalam jumlah besar dan jangka yang relatif panjang.
- b. Dapat digunakan untuk pendanaan umum (*general financing*).
- c. Mudharabah merupakan pencampuran kerja sama antara modal dan jasa (kegiatan usaha) sehingga menjadikan 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.
- d. Kecenderungan regional dan global, dari penggunaan struktur mudharabah dan bai bi-thaman ajil menjadi mudharabah dan ijarah.

Beberapa hal pokok mengenai obligasi syariah mudharah meliputi:³⁴

³² Fatwa Dewan Syariah Nasional No: 33/DSN-MUI/2002 Tentang Obligasi Syariah Mudharabah, <http://www.halalguide.info>, diakses 30 Maret 2008.

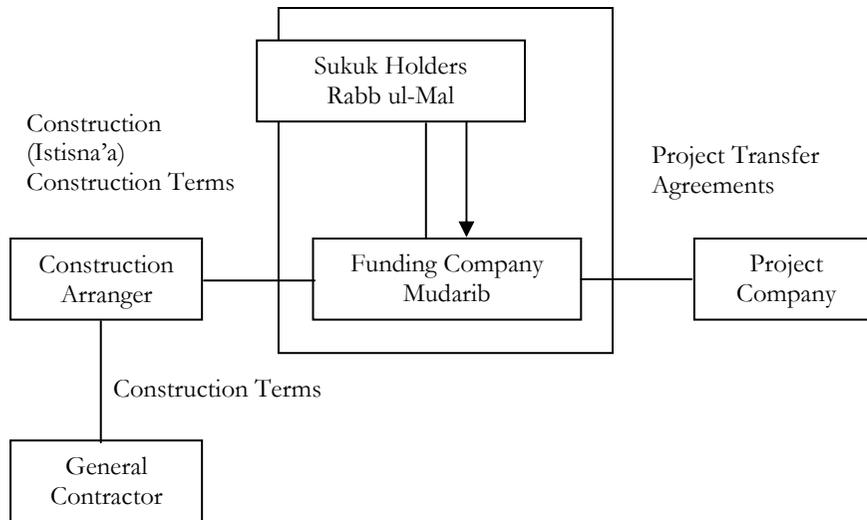
³³ Iggi H. Achsien, "Mengenai Obligasi Syariah", *Kompas*, Rabu 4 Juni 2003.

- a. Kontrak atau akad mudharabah harus dituangkan dalam perjanjian perwaliamanatan (*trusty*).
- b. Rasio bagi hasil (nisbah) didasarkan pada pembagian pendapatan (*revenue sharing*).
- c. Nisbah (*profit loss sharing*) dapat ditetapkan konstan, meningkat atau menurun tetapi harus ditetapkan dengan jelas di dalam kontrak.
- d. Penerbit obligasi (emiten) membayar semua keuntungan yang ditetapkan dalam kontrak bagi hasil (*profit loss sharing*), dan total keuntungan di dalam laporan keuangan.
- e. Pembayaran keuntungan atau tingkat pengembalian ini dapat dilakukan secara periodik.
- f. Obligasi mudharabah ini memberikan indikasi tingkat pengembalian (*return*), sebab besarnya pendapatan bagi hasil (*revenue*) didasarkan pada kinerja yang aktual dari emiten (penerbit).

Berikut ini adalah model skim obligasi syariah mudarabah:

³⁴ Mamduh M. Hanafi, Valuation of Syariah Bond ...

Gambar 1.
Model Skim Obligasi Syariah Mudharabah³⁵



2. Obligasi Ijarah

Ijarah merupakan akad pemindahan hak guna (manfaat) atas suatu barang atau jasa dalam waktu tertentu melalui pembayaran sewa, tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan atas barang tersebut. Pemegang obligasi ijarah akan mendapatkan keuntungan berupa *fee* (sewa) dari aset yang disewakan.

Penerbitan obligasi ijarah ini harus didasarkan pada ketentuan-ketentuan yang telah ditetapkan oleh Dewan Syariah Nasional MUI melalui fatwa No. 41/DSN-MUI/III/2004 tentang obligasi syariah ijarah. Dalam fatwa tersebut disebutkan bahwa obligasi syariah ijarah adalah obligasi syariah yang berdasarkan akad ijarah dengan memperhatikan substansi Fatwa Dewan Syariah Nasional MUI No. 09/DSN-MUI/IV/2000 tentang pembiayaan ijarah.³⁶

³⁵ Sigit Pramono dan A.Azis Setiawan, *Obligasi Syariah untuk Pembiayaan Infrastruktur: Tantangan dan Inisiatif Strategis*, www.republika.co.id.

³⁶ Fatwa Dewan Syariah Nasional MUI No. 41/DSN-MUI/III/2004 Tentang Obligasi Syariah Ijarah, www.halalguide.info, diakses 30 Maret 2008.

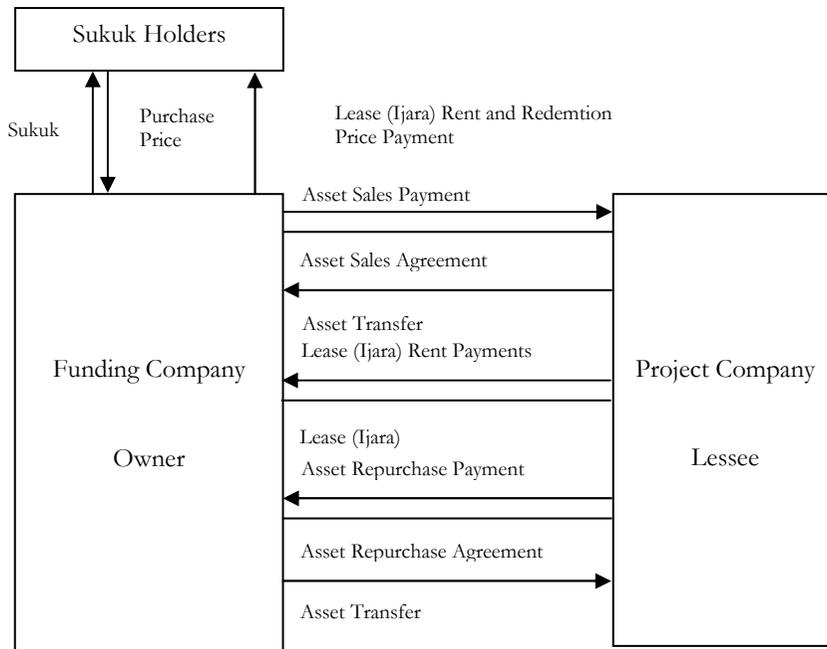
Dalam praktek, obligasi ijarah dapat dilakukan dengan dua cara:³⁷

- a. Investor sebagai penyewa (*mustajir*) dan emiten sebagai perwakilan (*agent*) investor dan pemilik *property* sebagai orang yang menyewakan *property* (*mu'jir*). Dengan cara ini ada dua jenis kontrak yaitu: kontrak antara investor dengan emiten disebut kontrak wakala (*agent contract*) dan kontrak antara emiten dengan pemilik *property* disebut kontrak ijarah.
- b. Investor menyewakan *property* kepada emiten dengan kontrak ijarah dan menerbitkan obligasi syariah ijarah. Emiten wajib membayar *margin/fee* kepada investor dan membayar kembali dana obligasi syariah setelah waktu yang telah ditetapkan (pada waktu obligasi jatuh tempo).

Berikut ini adalah model skim obligasi syariah ijarah:

³⁷ Mamduh M. Hanafi, *Valuation of Syariah Bond, ...*

Gambar 2.
Model Skim Obligasi Syariah Ijarah³⁸



Obligasi Syariah sebagai Sumber Pendanaan bagi Perusahaan

Setiap perusahaan akan memerlukan modal untuk melakukan kegiatan operasioanlnya. Modal yang digunakan oleh perusahaan tersebut bisa berasal dari luar ataupun dari dalam perusahaan sendiri. Modal dari dalam bisa berasal dari laba ditahan, saham biasa dan saham preferen yang diterbitkan perusahaan. Sedangkan modal yang berasal dari luar adalah hutang yang diambil oleh perusahaan. Dimana modal yang berasal dari hutang dalam jangka panjang atau menengah, bisa berbentuk obligasi. Saham, baik saham biasa maupun saham preferen, dan obligasi yang diterbitkan perusahaan merupakan

³⁸ Sigit Pramono dan A.Azis Setiawan, "Obligasi Syariah..."

instrument keuangan yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia.

Pada saat ini, yaitu mulai tahun 2002, di Bursa Efek Indonesia diperdagangkan instrument keuangan baru, yaitu obligasi syariah. Obligasi syariah ini diterbitkan selain untuk menutupi kebutuhan modal kerja juga bisa digunakan untuk pembangunan infrastruktur baik oleh perusahaan atau pemerintah. Dengan demikian obligasi syariah bisa dimanfaatkan sebagai alternatif sumber pendanaan bagi perusahaan.

Obligasi syariah sebagai sumber pendanaan bagi perusahaan lebih kompetitif dibandingkan dengan obligasi konvensional, hal ini disebabkan:³⁹

1. Kemungkinan memperoleh dari bagi hasil pendapatan lebih tinggi dari pada obligasi konvensional.
2. Obligasi syariah aman karena digunakan untuk mendanai proyek-proyek yang prospektif.
3. Bila terjadi kerugiaan (di luar kontrol) investor tetap memperoleh aktiva.
4. Terobosan paradigma, bukan lagi surat hutang tetapi surat investasi.

Lebih lanjut Mamduh M. Hanafi menyatakan bahwa obligasi syariah yang merupakan salah satu instrument dalam pasar modal memiliki kelebihan dan kekurangan dibandingkan instrument yang lain, yaitu:⁴⁰

1. Obligasi syariah meningkatkan likuiditas pemula dan investor dan hal ini akan mengurangi resiko tambahan (*risk premium*) pada produk pasar modal yang lain dan memberikan kontribusi pada biaya yang lebih rendah untuk wirausahawan.
2. Obligasi syariah meningkatkan aliran dana terhadap total aset di pasar modal.
3. Obligasi syariah meningkatkan diversifikasi instrument di pasar modal.

³⁹ Muhammad Firdaus dkk, *Konsep Dasar ...*, p.19.

⁴⁰ Mamduh M. Hanafi, *Valuation of ...*

4. Beberapa model dapat di derivasi dari obligasi syariah selama dibutuhkan.
5. Emiten terbatas dibanding dengan instrument keuangan yang lain.
6. Biaya obligasi syariah cukup tinggi dan memiliki skala yang luas.

Emiten Obligasi Syariah

Dengan munculnya instrument keuangan yang berupa obligasi syariah maka semakin banyak alternatif sumber pendanaan bagi perusahaan. Dan hal ini juga akan memperluas peluang bagi perusahaan atau pemerintah untuk meningkatkan modalnya. Dengan struktur obligasi syariah yang inovatif, obligasi syariah tersebut memberi peluang bagi penerbitnya untuk memperoleh biaya modal yang kompetitif. Hal ini dikarenakan besarnya nisbah didasarkan pada keuntungan yang diperoleh emiten, dan pendapatan bagi hasil (*revenue*) tersebut didasarkan pada kinerja yang aktual dari emiten (penerbit). Ini berbeda dengan obligasi konvensional yang penetapan tingkat kupon didasarkan pada bunga dan ditetapkan pada kontrak tanpa melihat hasil aktual kinerja emiten.

Obligasi syariah ini selain bisa diterbitkan oleh Pemerintah, juga bisa diterbitkan oleh Badan Usaha Milik Negara dan Perusahaan Swasta. Namun tidak semua perusahaan baik itu milik negara atau perusahaan swasta dapat menerbitkan (menjadi emiten) obligasi syariah. Perusahaan-perusahaan yang hanya dapat memenuhi persyaratan-persyaratan tertentu saja yang bisa menerbitkan obligasi syariah. Persyaratan-persyaratan tersebut sebagai berikut:⁴¹

1. Aktivitas utama (*core business*) yang halal, tidak bertentangan dengan substansi Fatwa No: 20/DSN-MUI/IV/2001. Fatwa tersebut menjelaskan bahwa jenis kegiatan usaha yang bertentangan dengan syariah Islam diantaranya adalah:
 - a. Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.

⁴¹ *Syariah Products*, www.idx.co.id, diakses 17 Mei 2008.

- b. Usaha lembaga keuangan konvensional (ribawi), termasuk perbankan dan asuransi konvensional.
 - c. Usaha memproduksi, mendistribusi, serta memperdagangkan makanan dan minuman haram.
 - d. Usaha memproduksi, mendistribusi, dan atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudharat.
2. Peringkat *investment grade*:
 - a. Memiliki fundamental usaha yang kuat.
 - b. Memiliki fundamental keuangan yang kuat.
 - c. Memiliki citra yang baik bagi publik.
 3. Keuntungan tambahan jika termasuk dalam komponen Jakarta Islamik Indeks(JII).

Investor Obligasi Syariah (*Sukuk Holders*)

Obligasi syariah merupakan instrumen yang dijual belikan di pasar modal. Obligasi syariah sebagai sarana investasi di pasar modal berlaku untuk semua kalangan, artinya penerbitan obligasi sebagai sarana investasi tidak terbatas hanya bagi investor muslim saja, namun juga investor konvensional. Produk syariah dapat diminati dan digunakan oleh siapapun, sesuai falsafah syariah yang seharusnya memberi manfaat (maslahat) kepada seluruh semesta alam. Investor konvensional tetap bisa berpartisipasi dalam obligasi syariah jika dipertimbangkan bisa memberi keuntungan yang kompetitif, sesuai profit dan risikonya, dan juga tingkat likuiditas⁴² obligasi syariah tersebut dipasar modal. Menurut Agus P. Laksono sampai saat ini jumlah investor konvensional sebanyak 65 persen, sedangkan investor syariah hanya sebanyak 35 persen saja.⁴³

Rodney Wilson menyatakan bahwa sekuritas islamik yang memberikan penghasilan tetap (obligasi syariah pada mulanya

⁴² Tingkat likuiditas adalah sama dengan *marketability*, yaitu menunjukkan kemampuan pemilik surat berharga untuk mengubahnya dalam bentuk kas. *Marketability* juga berkaitan dengan kemampuan untuk menjual dalam volum yang besar dalam jangka pendek tanpa adanya konsensi harga signifikan. .

⁴³ Agus P. Laksono, "Sukuk: Alternatif Instrumen Investasi dan Pembiayaan"...

dikenal sebagai *instrument fixed income* karena memberikan kupon dengan bunga tetap) telah timbul sebagai jenis aset yang signifikan dan secara potensial penting untuk investor muslim, seperti pentingnya obligasi konvensional untuk investor pada umumnya. Dengan demikian untuk non-muslim yang sudah memiliki obligasi konvensional, membeli sukuk (obligasi syariah) untuk memperkenalkan jenis aset baru ke dalam portofolio mereka, menjadikan diversifikasi selanjutnya pada waktu mendatang dan memungkinkan mengurangi resiko.⁴⁴

Banyaknya investor non-muslim yang tertarik berinvestasi pada obligasi syariah terlihat pada pertimbangan pembeli sukuk dollar *Gulf* (Teluk) Arab. Menurut Barclays Capital yang dikutip oleh Calr Mortished, kurang dari setengah pembeli sukuk dollar *Gulf* adalah institusi islamik. Para investor non-muslim tersebut tertarik berinvestasi pada obligasi syariah karena: pertama, ide dalam keuangan islam adalah uang tidak memiliki nilai intrinsik, dan untuk itu tidak ada nilai waktu uang. Kedua, pembayaran bunga pada uang dilarang dan pihak yang meminjam dipertimbangkan sebagai rekan bisnis. Jadi hutang yang islamik sering distrukturkan sebagai ventura *profit-sharing* dan mekanisme yang umum adalah ijarah, yaitu jenis leasing *sale-and leaseback asset*. Ketiga, di dalam sukuk (obligasi syariah) tidak ada mekanisme kegagalan membayar bunga (*default interest*). Ada denda karena kegagalan penerbit tetapi pembayarannya untuk kedermawanan, bukan untuk pinjaman, sebab tidak ada pengakuan hilangnya nilai pada pembayaran yang terlambat.⁴⁵

⁴⁴ Rodney Wilson, "Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk, Overview of the Sukuk Market, www.euromoney plc., diakses 20 Mei 2008.

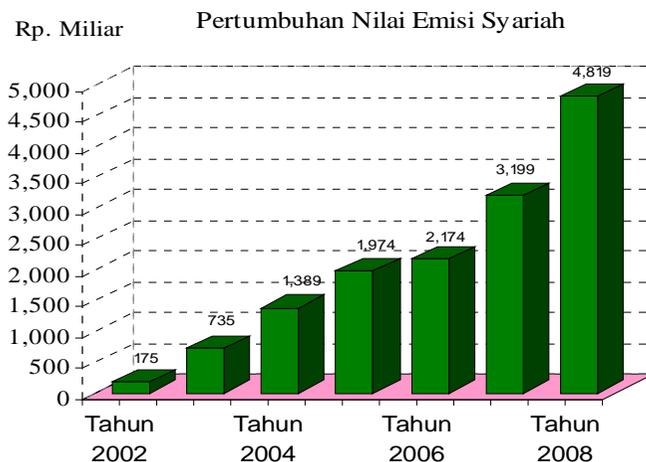
⁴⁵ Calr Mortished: *World Business B, Islamic Bonds are not a One-way Bet*, business.timesonline.co.uk, diakses 20 Mei 2008.

Perkembangan Obligasi Syariah di Pasar Modal Indonesia

Obligasi syariah sudah mengalami perkembangan yang pesat sejak tahun 2002, yang merupakan awal obligasi syariah diterbitkan di Indonesia. Pada September 2002 PT Indosat menerbitkan Mudarabah Syariah senilai Rp. 175 miliar. Tahun 2003, sukuk korporasi yang diterbitkan hanya berjumlah enam buah dengan nilai Rp. 735 miliar. Hingga tahun 2006 sukuk korporasi yang telah diterbitkan berjumlah 17 sukuk yang nilainya mencapai Rp. 2,174 triliun. Perkembangan tersebut mengalami peningkatan pada tahun 2007 dan 2008 karena pada tahun 2007 dan hingga Juli 2008 ada beberapa perusahaan yang melakukan emisi obligasi syariah di Pasar Modal Indonesia, yaitu: perusahaan Aneka Gas Industri, perusahaan Berlian Laju Tanker, perusahaan Indosat, perusahaan Metrodata Electronics, perusahaan PLN, perusahaan Summarecon Agung, perusahaan Adhi Karya, perusahaan Bank Muamalat, dan perusahaan Mayora Indah.

Berikut ini diagram perkembangan obligasi syariah dari tahun 2002 hingga Juli tahun 2008:

Diagram 1
Pertumbuhan Nilai Emisi Obligasi



Berikut ini daftar obligasi syariah (sukuk) yang diterbitkan di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2002 hingga tahun Juli 2008.

Tabel 2
Daftar Obligasi Syariah Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia
Periode 2002 Sampai Juli 2008⁴⁶

No	Tipe Obligasi Syariah	Kode	Nilai Nominal	Periode Pembayaran	Rating	Kode ISIN	Rmk s
1.	Apexindo Pratama Duta I Syariah Ijarah Tahun 2005	APEX01B	240.000.000.000	08-APR-2010	idA-(Sy)	IDJ000001409	Imob
2.	Berlina I Syariah Ijarah Tahun 2004	BRNA01C	85.000.000.000	15-DEC-2009	BBB+	IDJ000001201	Imob
3.	Citra Sari Makmur I Syariah Ijarah Tahun 2004	CSMR01B	100.000.000.000	09-JUL-2009	A-/idBBB	IDJ000001003	Imob
4.	HIT I Syariah Ijarah Tahun 2004	HITS01C	92.000.000.000	17-DEC-2009	A+	IDJ000001300	Imob
5.	Indosat Syariah Ijarah Tahun 2005	ISAT04B	285.000.000.000	21-JUN-2011	idAA(Sy)+	IDJ000001508	Imob
6.	Matahari Putra Prima Syariah Ijarah I Tahun 2004	MPPA02B	150.000.000.000	11-MAY-2009	idA(Sy)	IDJ000000807	Imob
7.	Syariah Ijarah PLN I Tahun 2006	PPLN08C	200.000.000.000	21-JUN-2016	idA(sy)	IDJ000001706	Imob
8.	PTPN VII Syariah Mudharabah Tahun 2004	PVII01C	75.000.000.000	26-MAR-2009	idA-(Sy)	IDJ000000708	Imob
9.	Indorent ISyariah Ijarah Tahun 2004	RENT01C	100.000.000.000	11-NOV-2008	A-	IDJ000001102	Imob
10.	Ricky Putra Globalindo I Syariah Ijarah Tahun 2005	RICY02	60.400.000.000	12-JUL-2010	BBB+	IDJ000001607	Imob
11.	Sona Topas Tourism Industry Syariah Ijarah Tahun 2004	SONA01B	52.000.000.000	28-JUN-2009	A+	IDJ000000906	Imob
12.	Bank Bukopin Syariah Mudharabah Tahun 2003	SYR-BBKP01XX	45.000.000.000	10-JUL-2008	idA-(Sy)	IDJ000000302	Imob
13.	Bank Muamalat Syariah Subordinasi Tahun 2003	SYR-BBMI01SB	200.000.000.000	15-JUL-2010	idBBBs y	IDJ000000401	Imob
14.	Bank Syariah mandiri Syariah Mudharabah Tahun 2003	SYR-BBSM01XX	200.000.000.000	31-OCT-2008	IdBBB+(sy)	IDJ000000609	Imob
15.	Berlian Laju Tanker Syariah Mudharabah	SYR-LTA01XX	60.000.000.000	28-MAY-2008	idA+(Sy)	IDJ000000203	Imob

⁴⁶ Sumber: Bursa Efek Indonesia data diolah

	Tahun 2003						
16.	Cilandra Perkasa Syariah Mudharabah Tahun 2003	SYR-CLPK01XX	55.000,00 0.000	26-SEP-2008	idBBB+	IDJ00000 0500	Imob
17.	Indosat Syariah Mudharabah Tahun 2002	SYR-ISAT01XX	175.000,0 00.000	06-NOV-2007	idAA+(sy)	IDJ00000 0104	Imob
18.	Sukuk Ijarah Aneka Gas Industri I Tahun 2008	SIKAGII01	160,000,0 00,000	08-JUL-2013	A3.id	IDJ00000 2605	Imob
19.	Sukuk Ijarah Berlian Laju Tanker Tahun 2007	SIKBLTA01	200,000,0 00,000	05-JUL-2012	IdA+(sy)	IDJ00000 1904	Imob
20.	Sukuk Ijarah Indosat II Tahun 2007	SIKISAT02	400,000,0 00,000	29-MAY-2014	idAA(sy)+	IDJ00000 1805	Imob
21.	Sukuk Ijarah Indosat III Tahun 2008	SIKISAT03	570,000,0 00,000	09-APR-2013	IdAA(sy)+	IDJ00000 2209	Imob
22.	Sukuk Ijarah Metrodata Electronics I Tahun 2008	SIKMTDL01	90,000,00 0,000	04-JUL-2013	A3.id	IDJ00000 2506	Imob
23.	Sukuk Ijarah PLN II Tahun 2007	SIKPPLN01	300,000,0 00,000	10-JUL-2017	Aa2.id	IDJ00000 2100	Imob
24.	Sukuk Ijarah I Summarecon Agung Tahun 2008	SIKSMRA01	200,000,0 00,000	25-JUN-2013	IdA-(sy)	IDJ00000 2407	Imob
25.	Sukuk Mudharabah I Adhi Tahun 2007	SMKADHI01	125,000,0 00,000	06-JUL-2012	IdA-(sy)	IDJ00000 2001	Imob
26.	Sukuk Subordinasi Mudharabah Bank Muamalat Tahun 2008	SMKBBMI01	400,000,0 00,000	10-JUL-2018	A-(idn)	IDJ00000 2704	Imob
27.	Sukuk Mudharabah I Mayora Indah Tahun 2008	SMKMYOR01	200,000,0 00,000	05-JUN-2013	IdA+(Sy)	IDJ00000 2308	Imob

Potensi Obligasi Syariah sebagai Sumber Pendanaan bagi Perusahaan di Indonesia

Dari diagram dan tabel obligasi syariah yang terbit di Bursa Efek Indonesia dapat dilihat bahwa pasar obligasi syariah tumbuh secara cepat, meskipun proporsinya dibandingkan pasar konvensional masih relatif sangat kecil. Hal ini disebabkan oleh sangat minimnya emiten yang melakukan penawaran obligasi syariah. Dari obligasi syariah yang telah diterbitkan di pasar modal Indonesia, ada beberapa obligasi syariah yang sudah jatuh

tempo. Dan PLN baru merencanakan untuk menerbitkan kembali obligasi syariah pada tahun 2009. Sedangkan pemerintah RI juga baru akan menerbitkan sukuk (Surat Utang Negara Syariah) dalam negeri pada akhir Agustus 2008, sedangkan penerbitan sukuk negara internasional direncanakan pada Oktober 2008.⁴⁷

Dengan demikian jumlah obligasi korporasi syariah yang ada di pasar modal Indonesia sampai Juli 2008, tinggal 10,169 persen saja dari total obligasi yang ada yaitu 236 obligasi. Sementara nilai emisi obligasi syariah hanya 5,679 persen dari total emisi obligasi sebesar Rp 79,939 triliun. Hal ini menunjukkan bahwa potensi permintaan dan pengembangan obligasi syariah masih besar. Artinya, obligasi syariah masih sangat potensial sebagai sumber pendanaan bagi perusahaan di Indonesia.

Potensi permintaan obligasi yang masih besar juga bisa dilihat dari kehidupan religiusitas penduduk Indonesia, yang menunjukkan bahwa Indonesia mempunyai jumlah penduduk muslim terbesar di dunia. Dan potensi permintaan ini akan semakin besar dengan mengingat bahwa investor obligasi syariah tidak terbatas untuk kalangan muslim (investor islami) saja tapi juga kalangan non muslim (investor konvensional), sedangkan investor muslim seharusnya tidak bisa menjadi investor bagi obligasi konvensional. Atau dengan kata lain pangsa pasar obligasi syariah lebih luas dari pada pangsa pasar obligasi konvensional.

Untuk itu, bagi perusahaan yang menginginkan penambahan modal dari obligasi dan memenuhi persyaratan untuk melakukan emisi obligasi syariah, maka sebaiknya perusahaan tersebut melakukan emisi sekuritas ini. Terutama bagi perusahaan-perusahaan yang terdaftar dalam *Jakarta Islamic*, yaitu perusahaan-perusahaan yang sudah diakui sebagai perusahaan yang beroperasi memenuhi prinsip syariah.

⁴⁷ Heni Rahayu, "Minat Pasar Sukuk dalam Negeri Mencapai Rp15 Triliun", mediaindonesia.com, diakses 9 Juli 2008.

Terlepas dari keberadaan obligasi syariah sebagai sumber pendanaan bagi perusahaan masih potensial, di sisi lain harus dipertimbangkan kendala-kendala dalam pengembangan obligasi syariah ke depan. Kendala-kendala tersebut:⁴⁸

1. Masih kurangnya pemahaman masyarakat akan keberadaan obligasi syariah, terutama dengan sistem syariah yang digunakannya. Hal ini disebabkan kurangnya sosialisasi kepada masyarakat umum, sementara ini obligasi syariah hanya dikenal oleh kalangan pemodal saja.
2. Kecenderungan investor dalam berinvestasi masih berorientasi pada keuntungan (*return*) yang ditawarkan, sehingga mereka sering membandingkan dengan keuntungan yang ditawarkan obligasi konvensional, atau instrument lainnya yang lebih menguntungkan.
3. Obligasi syariah dipandang kurang *likuid*, karena rata-rata pemegang obligasi syariah pada dasarnya bertujuan untuk dipegang sampai jatuh tempo.
4. Masih terbatas atau sedikitnya jumlah perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah.

Adapun langkah-langkah yang harus dilakukan untuk mengatasi kendala-kendala tersebut adalah:⁴⁹

1. Melakukan sosialisasi dalam rangka memberikan pemahaman kepada masyarakat luas tentang keberadaan obligasi syariah dengan melibatkan banyak pihak seperti praktisi, pengamat, akademisi, dan ulama di bidang ekonomi syariah.
2. Melakukan upaya strategis dalam rangka menarik minat para investor, terutama yang masih bersifat pragmatis, yaitu mereka yang mempunyai orientasi keuntungan semata. Selama ini obligasi syariah hanya dianggap sebagai "*the second best choice*" dengan mempertimbangkan lebih dahulu pilihan-pilihan yang lain.
3. Meningkatkan kinerja obligasi syariah agar tidak kalah dengan obligasi konvensional.

⁴⁸ Muhammad Firdaus, dkk, *Konsep Dasar Obligasi Syariah...*

⁴⁹ *Ibid.*, p.39.

Kesimpulan

Obligasi syariah sebagai sumber pendanaan bagi perusahaan di Indonesia masih sangat potensial, hal ini didasarkan pada:

1. Jumlah emiten/ *issuers* yang melakukan penawaran efek syariah masih sedikit, hal ini bisa dilihat dari daftar perusahaan emisi obligasi syariah yang ada di BEI. Belum semua perusahaan yang ada di JII, seandainya menerbitkan obligasi tidak menerbitkan obligasi syariah.
2. Proporsi (*market share*) produk syariah dibandingkan produk konvensional relatif masih sangat kecil. Obligasi syariah yang ada di pasar modal hanya sekitar 10,169 persen dari seluruh obligasi yang ada.
3. Indonesia mempunyai jumlah penduduk muslim terbesar di dunia, yang merupakan investor bagi obligasi syariah.
4. Investor bagi obligasi syariah tidak hanya investor islami tetapi juga investor konvensional (non muslim).

Walaupun potensi obligasi sebagai sumber pendanaan itu masih besar, tetapi obligasi syariah tetap tidak akan mengalami kemajuan seandainya kendala-kendala dalam pengembangan obligasi syariah ke depan tidak diatasi. Adapun langkah-langkah yang harus dilakukan untuk mengatasi kendala-kendala tersebut adalah:

1. Melakukan sosialisasi dalam rangka memberikan pemahaman kepada masyarakat luas tentang keberadaan obligasi syariah dengan melibatkan banyak pihak seperti praktisi, pengamat, akademisi, dan ulama di bidang ekonomi syariah.
2. Melakukan upaya strategis dalam rangka menarik minat para investor, terutama yang masih bersifat pragmatis, yaitu mereka yang mempunyai orientasi keuntungan semata. Selama ini obligasi syariah hanya dianggap sebagai "*the second best choice*" dengan mempertimbangkan lebih dahulu pilihan-pilihan yang lain.
3. Meningkatkan kinerja obligasi syariah agar tidak kalah dengan obligasi konvensional.

Daftar Pustaka

- Achsien, Iggi H, "Mengetahui Obligasi Syariah", *Kompas*, Rabu 4 Juni 2003
- Adam, Nathif J dan Thomas, Abdulkader, *Islamic Bond*, London: Euromoney Book, 2004.
- Beik, Irfan Syauqi, Menyambut SUN Syariah, www.halalguide.info, diakses 30 Maret 2008.
- Equities*, www.idx.co.id, diakses 17 Mei 2008.
- Fatwa Dewan Syariah Nasional MUI No. 41/DSN-MUI/III/2004 Tentang Obligasi syariah ijarah, www.halalguide.info, diakses 30 Maret 2008.
- Fatwa Dewan Syariah Nasional No: 33/DSN-MUI/2002 Tentang Obligasi Syariah Mudharabah, www.halalguide.info, diakses 30 Maret 2008.
- Firdaus, Muhammad dkk, *Konsep Dasar Obligasi Syariah*, Jakarta: Renaisan, 2007.
- Gamal, Rania, *Sukuk: New Buzzword for Islamic Finance*, www.kuwaittimes.net, diakses 22 Mei 2008.
- Hanafi, Mamduh M, "Valuation of Syariah Bond", *Asy-Syir'ah*, Fakultas Syari'ah UIN Sunan Kalijaga, Vol. 40. NO. II, 2006.
- Husnan, Suad, *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Yogyakarta: UPP AMP YKPN, 2003.
- Ishaaq, Luthfi Hasan, "Obligasi Syariah Potensial Tarik Investor Timur Tengah", <http://www.halalguide.info> diakses 22 April 2008.
- Laksono, Agus P, "Sukuk: Alternatif Instrumen Investasi dan Pembiayaan", *Walking Paper*, Disampaikan dalam Talk-Show "Sukuk for the Better Future of Shari'a Economic System" yang diselenggarakan oleh Forum Studi Islam Fakultas

- Ekonomi Universitas Indonesia dan Patra Jasa *Office*, Jakarta, 14 Februari 2007
- Megginson, William L. *Corporate Finance Theory*, Georgia: University of Georgian, Addison-Wesley, 1997.
- Mengenal Sukuk, Instrumen Investasi dan Pembiayaan Berbasis Syariah*, www.dmo.or.id, diakses 9 Juli 2008.
- Mortished, Calr, *World business briefing, Islamic Bonds are not a one-way bet*, business.timesonline.co.uk, diakses 20 Mei 2008.
- Muchtasib, Ach. Bakhrul, *Sekuritas Syariah*, www.pkes.org, diakses 30 Maret 2008.
- Nopiansyah, Eko, "PLN Terbitkan Sukuk Tahun Depan", *Tempo*, 18 April 2008.
- Obligasi*, www.idx.co.id, diakses 17 Mei 2008.
- Perkembangan Sukuk di Indonesia*, kiamifsifeui.wordpress.com, diakses 20 Mei 2008.
- "PLN Terbitkan Obligasi Syariah Rp. 200 Miliar, Obligasi Syariah PLN Terbuka bagi Investor Ritel", *Republika*, 10 Mei 2006.
- Pramono, M.I. Sigit dan A. Azis Setiawan, *Obligasi Syariah untuk Pembiayaan Infrastruktur: Tantangan dan Inisiatif Strategis*, www.konsultasimuamalat.wordpress.com, diakses 30 Maret 2008.
- Rahayu, Heni, *Minat Pasar Sukuk dalam Negeri Mencapai Rp15 Triliun*, mediaindonesia.com, diakses 9 Juli 2008.
- Sartono, Agus, *Manajemen Keuangan: Teori Dan Aplikasi*, Edisi Ketiga, Yogyakarta: BPFE UGM, 1994.
- Sudarsono, Heri, "Bank dan Lembaga Keuangan Syariah: Deskripsi dan Ilustrasi", *Ekonesia*, Kampus Fakultas Ekonomi UII Yogyakarta, 2007.
- Syariah Products*, www.idx.co.id, diakses 17 Mei 2008.

Tandelilin, Eduardus, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, Edisi Pertama, Yogyakarta: BPFE UGM, 2001.

What is Sukuk?, islamicbanking.worldmuslimmedia.com, diakses 17 April 2008.

Wilson, Rodney *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk, Overview of the Sukuk Market*, www.euromoney.pcl.com, diakses 20 Mei 2008.

Winasis, Kun Wahyu dan Diah Amelia, *Sukuk, Syariah Yang Terganjal Undang-Undang*, www.detikfinance.com, 22 April 2008.