

# Inovasi Produk Baru Dengan *Sukuk Musharakah Wal Ijarah* Sebagai Solusi Pengembangan Infrastruktur Di Indonesia

Siti Murtiyani<sup>1</sup>  
Azinuddin Syaiful Haq<sup>2</sup>

Email: [smurtiyani@yahoo.com](mailto:smurtiyani@yahoo.com);

STEI Hamfara Yogyakarta

## Abstract

*New Product Innovation With Sukuk Musharakah Wal Ijarah As The Solution Of The Infrastructur Development In Indonesia.* Infrastructure development is basic capital for economics development in Indonesia. The weakening of the infrastructure development become one of the factors that causing Indonesia left behind other countries in encouraging the economical development in past thirty years. The infrastructure availability is fundamental for sustainable economics development. In order to increasing the infrastructure development, government will be supported the funding by \$1.400 billion. The funding is planned will be met by various funding sources, such like Aceh relief gift (1 percent), national development budget (17 percent), and domestic funding (21 percent). Form this scheme there is funding gap by 810 billion rupiahs that have no certainty where the government will covered it. This condition is revealing the need of breakthrough by the government to cover the funding gap.

The innovation is needed for shariah-based funding and the opportunity to get funding from external parties, especially the investor who wants the shariah concept that produced profit from the return. With the concept of *Sukuk Musharakah wal Ijarah*, it is hopefully that it will create the appropriate solution for the funding of infrastructure development in Indonesia. *Sukuk* is long-term dividend based on the shariah that is issued by the emitent to *Sukuk* holder who ordering to the emitent to pay the dividend to the shariah dividend owner in the form of profit/margin/fee sharing and payback the dividend at the fall due. *Musharakah* is a joint venture between two or more parties where each of them contributes their capital to finance certain business, with the profit and risk sharing which is previously agreed. *Ijarah* is an Islamic form of leasing between owner (lessor) of goods or service to the lessee (*musta'jir*) under installment plans to end-users (lessee). The owner can require the security to the leaseholder to prevent risk that causing the loss. The amount, size and type of leasing object (capital equipment or property) has to be clearly determined in the contract.

The innovation of the product is funding scheme of the infrastructure development through *Sukuk Musharakah wal Ijarah*. The improvement of *Sukuk Musharakah wal Ijarah* as the alternative funding related to the aspects of regulation, operational technical support system and procedure, accounting system and other infrastructures. The advantages of this product innovation as followed: 1) accommodating the alternative funding system and easiness to applied the funding infrastructure; 2) extending the funding marketplace; 3) encourage the DPS to issuing the *fatwa* (official religious agreement among shariah experts) that assuring the Islamic people to implemented the *Sukuk Musharakah wal Ijarah*.

**Keyword:** *Sukuk, Musharakah, Ijarah and Infrastructure development.*

---

<sup>1</sup> Dosen Tetap STEI Hamfara Yogyakarta

<sup>2</sup> Mahasiswa Pasca Sarjana IAIN Surakarta

## Latar Belakang Masalah

Perkembangan infrastruktur merupakan modal dasar bagi pembangunan perekonomian di Indonesia, lemahnya pembangunan infrastruktur menjadi salah satu faktor yang menyebabkan ketertinggalan Indonesia dalam memacu pembangunan perekonomian. Pembangunan infrastruktur serta ketersediaan infrastruktur yang baik merupakan pondasi dari pembangunan ekonomi yang berkelanjutan. Dalam upaya meningkatkan pembangunan infrastruktur pemerintah akan mendorong dengan kebutuhan pembiayaan mencapai Rp1400 triliun. Nilai pembiayaan tersebut rencananya akan dipenuhi dari berbagai sumber pembiayaan seperti hibah bantuan Aceh (1%), APBN (17%), dan sumber dana domestik (21%). Dari skema tersebut masih ada sekitar Rp 810 triliun yang belum jelas darimana sumber pembiayaannya (*funding gap*). Kondisi ini mengindikasikan tentang perlunya pemerintah untuk segera melakukan terobosan-terobosan untuk menutupi besarnya *funding gap* tersebut (Sigit Pramono; 2007).

Terobosan-terobosan yang dilakukan untuk menutupi besarnya *funding gap* tersebut mestilah merupakan terobosan yang inovatif serta memiliki daya tarik bagi para pemilik dana untuk ikut serta dalam membangun infrastruktur di Indonesia. Oleh karena itu perlunya inovasi dalam rangka investasi dan pembiayaan yang berbasis syariah dan berpeluang untuk menarik dana dari pihak eksternal, khususnya pemilik dana yang menginginkan aplikasi konsep syariah serta memberikan *return* yang menguntungkan. Alternatif penggunaan konsep pembiayaan berbasis syariah merupakan peluang yang sangat besar mengingat potensi pendanaan dari Negara timur tengah yang relative besar. Oleh

karena itu inovasi produk pembiayaan yang berbasis syariah diperlukan untuk mengakomodasi peluang-peluang tersebut.

Dalam tulisan ini inovasi produk pembiayaan adalah dengan *Sukuk Musyarakah wal Ijarah*. Dengan konsep *Sukuk Musyarakah wal Ijarah* diharapkan akan memberikan solusi yang tepat bagi pembiayaan pembangunan infrastruktur di Indonesia. *Sukuk* adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan perusahaan (*emiten*) kepada pemegang *Sukuk* yang mewajibkan *emiten* untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/ margin/ fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. *Musyarakah* merupakan akad kerjasama antara dua pihak atau lebih untuk suatu usaha tertentu, dimana masing-masing pihak memberikan kontribusi dana dengan ketentuan bahwa keuntungan dan risiko akan ditanggung bersama sesuai kesepakatan. *Ijarah* merupakan akad pemindahan hak guna (manfaat) atas suatu barang/jasa dalam waktu tertentu melalui pembayaran sewa, tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan atas barang tersebut.

Inovasi produk pembiayaan ini adalah skema pembiayaan pembangunan infrastruktur melalui penerbitan *Sukuk Musyarakah wal Ijarah*. Dalam rangka mengembangkan *Sukuk Musyarakah wal Ijarah* merupakan alternatif pendanaan infrastruktur yang akan dijelaskan berkaitan dengan aspek regulasi, aspek pendukung teknis operasional, sistem dan prosedur, sistem akuntansi serta infrastruktur lainnya. Manfaat dari inovasi produk ini antara: 1) mengakomodasi sistem pembiayaan alternatif serta kemudahan dalam mengaplikasikan pembiayaan infrastruktur, 2) memperluas pangsa pasar pembiayaan, 3) mendorong

DPS untuk menerbitkan fatwa serta menjamin kepercayaan masyarakat luas dalam aplikasi *Sukuk Musyarakah wal Ijarah*.

Dewan Syariah Nasional (DSN) mengkategorikan tiga jenis pemberian keuntungan kepada investor pemegang sukuk. Yaitu, pertama adalah berupa bagi hasil kepada pemegang *sukuk mudharabah* atau *sukuk musyarakah*. Kedua, keuntungan berupa margin bagi pemegang *sukuk murabahah*, *salam* atau *istishna*. Dan ketiga, berupa *fee* (sewa) dari aset yang

disewakan untuk pemegang sukuk dengan akad *ijarah*. Pada prinsipnya, semua adalah surat berharga bukti investasi jangka panjang yang dikembangkan dengan mengacu pada prinsip muamalah Islami. Namun yang membedakan obligasi dengan sukuk tersebut adalah akad dan transaksinya.

Ringkasan yang menjelaskan perbandingan antara obligasi dan sukuk serta lebih ditekankan pada aplikasi *sukuk musyarakah* serta *sukuk Ijarah* dalam tulisan ini adalah sebagai berikut:

**Tabel 1: Ringkasan Perbandingan Obligasi dan Sukuk**

	Obligasi Konvensional	Sukuk Musyarakah	Sukuk Ijarah
<b>Akad (Transaksi)</b>	Tidak Ada	Musharakah (Bagi Hasil)	Ijarah (Sewa/Lease)
<b>Jenis Transaksi</b>	-	Uncertainty Contract	Certainty Contract
<b>Sifat</b>	Surat Hutang	Investasi	Investasi
<b>Harga Penawaran</b>	100%	100%	100%
<b>Pokok Obligasi saat Jatuh Tempo</b>	100%	100%	100%
<b>Kupon</b>	Bunga	Pendapatan/Bagi Hasil	Imbalan/Fee
<b>Return</b>	Float/Tetap	Indikatif berdasarkan Pendapatan /Income	Ditentukan sebelumnya
<b>Fatwa Dewan Syariah Nasional</b>	Tidak Ada	No. 33/DSN-MUI/IX/2002	No:41/DSNMUI/III/2004
<b>Jenis Investor</b>	Konvensional	Syariah/Konvensional	Syariah/Konvensional

Sumber: Pengembangan dari Iggi Achsien (2005)

### Sistem Sukuk Musyarakah

Sukuk *musyarakah* merupakan bentuk pembiayaan yang diberikan untuk melaksanakan suatu proyek yang berdasarkan kontrak transaksi antara dua pihak atau lebih untuk suatu usaha/proyek tertentu, dimana masing-masing pihak memberikan kontribusi dana pinjaman dengan ketentuan bahwa keuntungan dan resiko akan ditanggung bersama sesuai dengan kesepakatan. Sukuk *Musyarakah* memiliki keunggulan dari segi kebersamaan dan keadilan, baik

dalam berbagi keuntungan maupun resiko kerugian, kini telah dilakukan oleh Institusi Keuangan Syariah seperti pasar modal Islam (*Islamic Capital Market*). Untuk meminimalkan resiko dalam sukuk *musyarakah* maka alternatifnya adalah dengan skema *Ijarah*, dimana proyek yang dikembangkan tersebut akan memberikan pendapatan yang bersifat tetap dan bisa ditentukan sebelumnya.

Karakteristik kontrak sukuk *Musyarakah* yang mencerminkan ciri-ciri pembiayaan sukuk *musyarakah* antara lain sebagai berikut:

- 1) Pernyataan *ijab* dan *qabul* harus dinyatakan oleh para pihak untuk menunjukkan kehendak mereka dengan mengadakan kontrak (akad), dengan memperhatikan hal-hal berikut:
  - a. Penawaran dan penerimaan harus secara eksplisit menunjukkan tujuan kontrak.
  - b. Penerimaan dari penawaran dilakukan pada saat kontrak transaksi.
  - c. Akad dibuat secara tertulis, melalui surat, atau dengan menggunakan cara-cara komunikasi modern.
- 2) Pihak-pihak yang berkontrak harus memahami hukum, dan memperhatikan hal-hal berikut:
  - a. Kecakapan dalam memberikan atau diberikan kekuasaan perwakilan
  - b. Setiap pihak harus menyediakan dana untuk proyek pengembangan infrastruktur
  - c. Setiap pihak memiliki hak untuk mengatur aset *Musyarakah* dalam proses bisnis formal.
  - d. Setiap pihak memberi kuasa kepada pihak yang lain untuk menguruskan aset dan setiap dari mereka dianggap telah diberi kuasa untuk melakukan aktivitas *Musyarakah* dengan memperhatikan kepentingan rekan bisnis, tanpa melakukan kelalaian dan kesalahan yang disengaja.
- 3) Objek kontrak (modal, kerja, keuntungan dan kerugian)

Modal yang diberikan harus uang tunai, emas, perak atau yang nilainya sama. Modal dapat terdiri dari aset perniagaan, seperti barang modal, properti dan sebagainya. Jika modal berbentuk aset, harus terlebih dahulu dinilai dengan tunai dan disepakati oleh para rekan bisnis. Para pihak-pihak tidak boleh meminjam, meminjamkan, menyumbangkan atau menghadiahkan modal *sukuk musyarakah* kepada pihak lain, kecuali atas asas

kesepahaman. Pada prinsipnya, dalam pembiayaan *sukuk musyarakah* tidak ada jaminan, namun untuk menghindari terjadinya penyelewengan, dalam kasus ini *sukuk musyarakah* telah ada badan yang menjamin pendanaan tersebut.

Penyertaan para pemilik modal dalam pekerjaan merupakan dasar pelaksanaan *musyarakah*, akan tetapi kesamaan bagian pekerjaan bukanlah merupakan syarat. Seorang pemegang *sukuk musyarakah* boleh melaksanakan kerja lebih banyak dari yang lainnya atau tidak sama sekali, dan dalam hal ini ada perhitungan tambahan bagi para pengelola. Setiap anggota yang melaksanakan kerja dalam *musyarakah* atas nama pribadi dan wakil dari pemilik dana. Oleh karena itu setiap kedudukan dalam organisasi kerja perlu dijelaskan dalam kontrak.

Keuntungan harus dihitung dengan jelas untuk menghindarkan perbedaan dan sengketa pada waktu distribusi keuntungan atau ketika kontrak *Sukuk musyarakah* berakhir. Setiap keuntungan pemilik dana harus dibagikan secara munasabah atas asas seluruh keuntungan. Seorang anggota/ pemilik dana boleh mengusulkan bahwa jika keuntungan melebihi hitungan tertentu, kelebihan atau prosentase itu diberikan kepadanya. Sistem pembagian keuntungan harus dijelaskan dalam akad kontrak. Kerugian harus dibagi di antara para pemegang surat *sukuk musyarakah* secara munasabah menurut penyertaan *sukuk* masing-masing dalam modal

Perbelanjaan operasional dan persengketaan dibebankan pada penyertaan bersama. Jika salah satu pihak tidak menunaikan kewajibannya atau terjadi perselisihan di antara para pihak, maka penyelesaiannya dilakukan melalui badan Arbitrase Syariah setelah tidak tercapai kesepahaman melalui *musyawarah*. Tetapi pada prinsipnya *sukuk musyarakah wal*

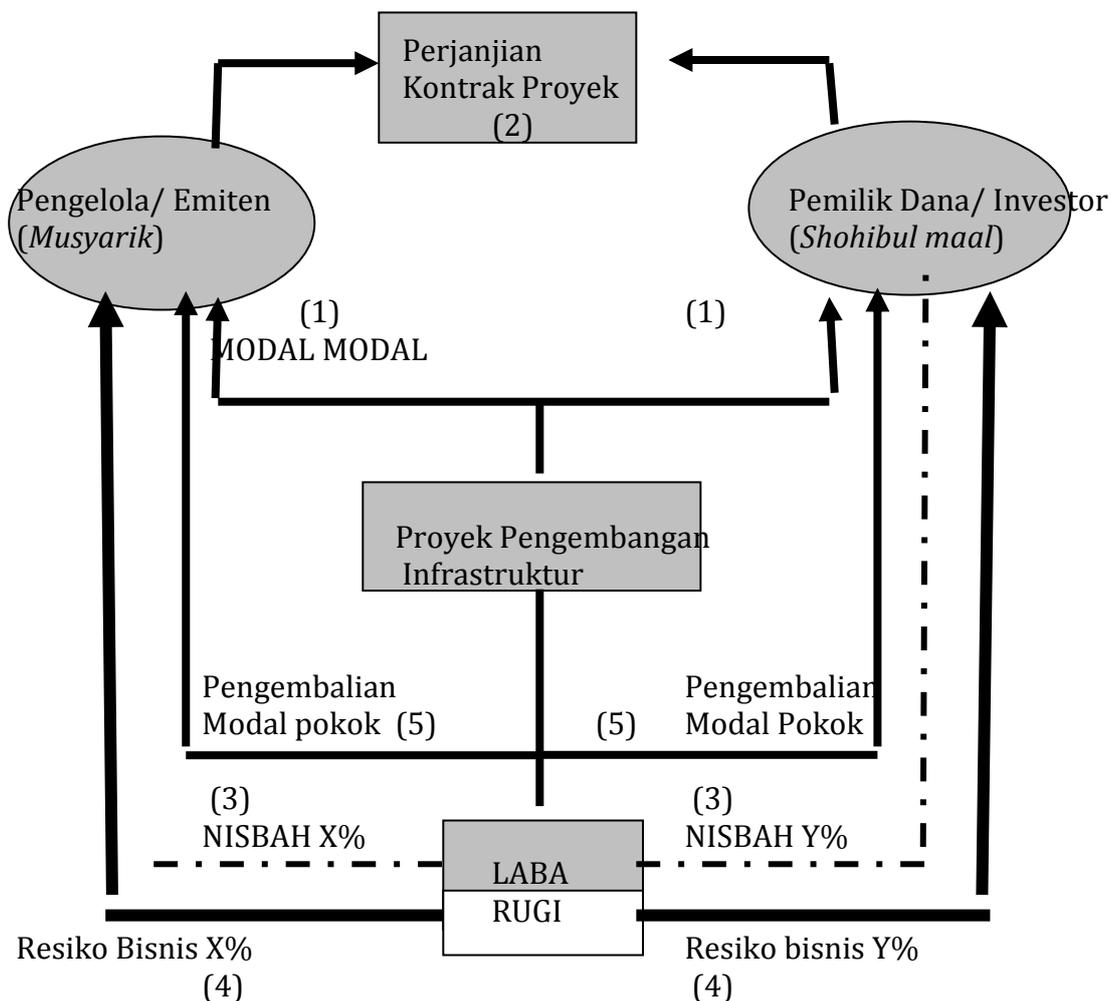
*ijarah* lebih aman dalam resiko, sebab pendapatan dan keuntungan sudah bisa ditentukan hasilnya apabila infrastruktur yang dijadikan proyek usaha sudah disewakan oleh pihak yang menggunakan infrastruktur tersebut.

Secara umum aplikasi kontrak sukuk *Musyarakah* pada pasar modal Islam sudah ada, sebab lebih mudah dalam praktiknya, terutama dalam aspek modal lebih terjamin keamanannya dari sudut pandang para pihak yang bersyirkah, namun dari aspek kepastian pendapatan dan keuntungan belum bisa diprediksikan dengan pasti atau paling tidak mendekati pasti. Oleh karena itu kombinasi antara sukuk *musyarakah* dengan konsep *ijarah* dalam mengupayakan pendapatan dan keuntungan secara jelas bagi infrastruktur yang dikembangkan dalam proyek

tersebut. Skema kontrak *sukuk musyarakah* ditunjukkan pada gambar 1. berikut:

Dalam skema sukuk *musyarakah* perjanjian bagi hasil dalam akad mengikuti ketentuan nisbah yang disepakati, dengan demikian nisbah yang telah dituliskan tersebut belum bisa memberikan kepastian mengenai keuntungan yang akan diperoleh, artinya masih dalam ketidakpastian bagi proyek infrastruktur tersebut, dalam kontek keuangan Islam hal ini wajar-wajar saja. Namun hal ini dalam pandangan pemilik dana, para investor akan merasa ragu-ragu dan penuh pertimbangan dalam rangka memberikan investasi pembiayaan bagi proyek infrastruktur yang akan dikembangkan., apalagi faktor resiko juga memiliki potensi yang besar kegagalan pembayaran kewajiban atau kegagalan dari proyek itu sendiri.

Gambar 1. Skema kontrak Sukuk *Musyarakah*



Sumber: Olah data

Dari gambar 1. skema kontrak *Sukuk Musyarakah* bisa dijelaskan sebagai berikut:

1. Pihak-pihak yang bersyirkah merencanakan proyek pengembangan infrastruktur yang sudah ada kelayakan proyek, rancangan pendapatan dan biaya serta rencana pengembalian modalnya (*pay back period*), dari bisnis pengembangan infrastruktur. Dan para pihak menyampaikan tentang kemampuan dana/ ketrampilan, profesionalisme yang dimiliki masing-masing pihak serta ketersediaan modal yang dimiliki dalam mengelola proyek atau bisnis tersebut, dengan analisis investasi yang jelas dan lengkap, dengan penghitungan modal yang diperlukan untuk pelaksanaan proyek pengembangan infrastruktur tersebut.
2. Para pihak yang bersyirkah melakukan kesepakatan-kesepakatan tentang manajemen proyek tersebut, kesepakatan komposisi modal masing-masing pihak yang akan menyerahkan dananya dan rencana nisbah bagi hasil yang disepakati oleh pihak-pihak yang bersyirkah, yang akan dituangkan dalam akad perjanjian/ kontrak *sukuk Musyarakah*
3. Pada masa tertentu proyek tersebut diperkirakan akan menghasilkan laba, oleh karena itu laba tersebut dibagikan sesuai dengan nisbah yang disepakati di awal perjanjian kemudian dibayarkan kepada setiap pihak yang bersepakat menurut waktu yang telah disepakati oleh kedua belah pihak.
4. Apabila proyek tersebut mengalami kerugian disebabkan risiko bisnis, kerugian akan ditanggung oleh pihak-pihak yang bersyirkah sesuai dengan komposisi dana yang diserahkan oleh masing-masing pihak. Dalam hal ini, para pihak menanggung kerugian karena setiap pihak juga berperan di dalam mengelola proyek atau usaha berkenaan.
5. Pada tempoh yang telah disepakati seluruh modal yang telah diserahkan

dikembalikan sesuai komposisi modal masing-masing atau dilanjutkan proyek berkenaan dengan perjanjian-perjanjian berikutnya.

Rukun kontrak *Musyarakah* yang utama ada 5 macam iaitu:

1. Pihak-pihak yang bersyirkah yang harus memahami hukum, boleh lebih dari dua.
2. Pernyataan *ijab* dan *qabul* harus dinyatakan oleh para pihak berkontrak untuk menunjukkan kehendak mereka dalam mengadakan kontrak (akad), dengan memperhatikan hal-hal berikut:
  - a. Penawaran dan Penerimaan harus secara eksplisit penunjukkan tujuan kontrak.
  - b. Penerimaan dari penawaran dilakukan pada saat kontrak
  - c. Akad secara tertulis, melalui koresponden, atau dengan menggunakan cara-cara komunikasi modern.
3. Modal (*Capital*) ialah sebilangan wang dan/ atau aset yang diberikan oleh setiap orang bertujuan untuk berniaga dengan syarat seperti berikut:
  - a. Modal harus diketahui bilangan dan jenisnya
  - b. Modal dapat berbentuk wang atau barangan yang dinilai. Jika modal diberikan dalam bentuk aset, maka aset berkenaan harus dinilai pada masa akad.
  - c. Modal tidak dapat berbentuk hutang dan harus dibayar, baik secara bertahap mahupun tidak, sesuai dengan kesepakatan dalam akad.
4. Keuntungan *Musyarakah* adalah bilangan yang didapati sebagai kelebihan dari modal. Syarat keuntungan berikut ini harus dipenuhi:
  - a. Harus diperuntukkan bagi kedua belah pihak dan tidak boleh disyaratkan hanya untuk satu pihak.
  - b. Bahagian keuntungan munasabah bagi setiap pihak perlu diketahui dan dinyatakan pada masa kontrak

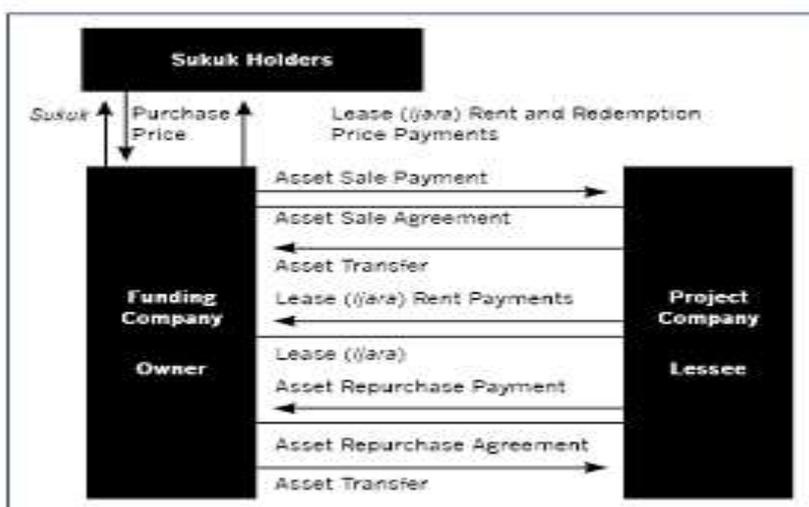
disepakati dan harus dalam bentuk peratusan (nisbah) dari keuntungan sesuai dengan kesepakatan. Perubahan nisbah harus berasaskan kesepakatan.

- c. Pihak-pihak yang bersyirkah menanggung semua kerugian sesuai dengan komposisi modal masing-masing yang telah disepakati di awal.
5. Aktivitas perniagaan sebagai imbalan modal perlu disediakan oleh setiap pihak dan perlu memberi perhatian kepada perkara-perkara berikut:
- a. Kegiatan syarikat adalah hak setiap pihak yang bersyirkah, dan mempunyai hak untuk melakukan pengawasan.
  - b. Para pihak sudah ada kesepakatan awalnya mengenai hak dan kewajiban berhubungkait dengan penyertaan serta pampasan yang akan diperoleh.
  - c. Para pihak tidak boleh menyalahi hukum Syari'ah Islam dalam tindakannya yang berhubungan dengan *musyarakah*, dan harus mematuhi kebiasaan yang berlaku dalam aktiviti itu.

## Sukuk Ijarah

Ijarah merupakan akad pemindahan hak guna (manfaat) atas suatu barang/jasa dalam waktu tertentu melalui pembayaran sewa, tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan atas barang tersebut. Pemegang sukuk ijarah akan mendapatkan keuntungan berupa *fee* (sewa) dari aset yang disewakan. Penerapan akad ijarah untuk sukuk syariah dapat merujuk pada penerbitan sukuk ijarah Matahari Departemen Store. Perusahaan ritel ini mengeluarkan sukuk ijarah senilai Rp 100 miliar. Dananya digunakan untuk menyewa ruangan usaha dengan akad *wakalah*, dimana Matahari bertindak sebagai wakil untuk melaksanakan *ijarah* atas ruangan usaha dari pemiliknya (pemegang sukuk/*investor*). Ruang usaha yang disewa adalah Cilandak Town Square di Jakarta. Ruang usaha tersebut dimanfaatkan Matahari sesuai dengan akad *wakalah*, dimana atas manfaat tersebut Matahari melakukan pembayaran sewa (*fee ijarah*) dan pokok dana sukuk. Fee ijarah dibayarkan setiap tiga bulan, sedangkan dana sukuk dibayarkan pada saat pelunasan sukuk. Jangka waktu sukuk tersebut selama lima tahun.

Gambar 2 : Model Skim Sukuk Ijarah



Selain dua akad yang melandasi lahirnya sukuk syariah diatas, sebenarnya beberapa

akad-akad yang lain masih potensial dikembangkan, seperti: (a) obligasi

murabahah, (b) obligasi salam; dan (c) obligasi istishna. Dengan demikian obligasi syariah masih memiliki keragaman model skim yang dapat menampung berbagai kebutuhan pendanaan yang paling memungkinkan dan sesuai bagi korporasi maupun pemerintah.

Para pakar keuangan yang objektif telah mengakui bahwa obligasi syariah (sukuk) dengan sistem syariahnya akan jauh lebih baik daripada surat utang dengan basis bunga. Hal ini didasari oleh beberapa ketentuan yang biasanya harus dipenuhi dalam emisi obligasi syariah, yaitu (Karim, 2006): *pertama*, penggunaan dana obligasi syariah sejak awal jelas untuk membangun proyek tertentu. *Kedua*, risiko obligasi syariah terdefinisi sejak awal oleh proyek yang dibiayainya. *Ketiga*, tuntutan kedisiplinan penggunaan dana obligasi syariah karena sifat peruntukan penggunaan dana yang terdefinisi secara jelas berkaitan dengan proyek tertentu. Obligasi syariah berbeda dengan obligasi konvensional. Semenjak ada konvergensi pendapat bahwa bunga adalah riba, maka instrumen-instrumen yang punya komponen bunga (interest-bearing instruments) ini keluar dari daftar investasi halal. Karena itu, dimunculkan alternatif yang dinamakan obligasi syariah. Merujuk kepada Fatwa Dewan Syari'ah Nasional No: 32/DSN-MUI/IX/2002, "Obligasi Syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan Emiten kepada pemegang Obligasi Syari'ah yang mewajibkan Emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang Obligasi Syari'ah berupa bagi hasil/margin/fee, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo". Pada awalnya, penggunaan istilah "obligasi syariah" sendiri dianggap kontradiktif. Obligasi sudah menjadi kata yang tak lepas dari

bunga sehingga tidak dimungkinkan untuk di-syariah-kan. Namun sebagaimana pengertian bank syariah adalah bank yang menjalankan prinsip syariah, tetap menghimpun dan menyalurkan dana, tetapi tidak dengan dasar bunga, demikian juga adanya pergeseran pengertian pada obligasi. Mulanya dikenal sebagai instrumen fixed income karena memberikan kupon dengan bunga tetap (fixed) sepanjang tenornya. Kemudian dikembangkan juga obligasi dengan kupon bunga mengambang (floating) sehingga bunga yang diterima pemegang obligasi tidak lagi tetap. Dalam hal obligasi syariah, kupon yang diberikan tidak lagi berdasarkan bunga, tetapi bagi hasil atau margin/fee.

Menarik untuk memperhatikan bahwa Fatwa Dewan Syari'ah Nasional No: 32/DSN-MUI/IX/2002 tersebut memberikan pertimbangan awal bahwa obligasi yang selama ini (konvensional) didefinisikan masih belum sesuai dengan syariah. Karenanya, obligasi yang dibenarkan menurut syariah yaitu obligasi yang berdasarkan prinsip syariah.

### **Mengapa obligasi syariah?**

Dari sisi pasar modal, penerbitan obligasi syariah muncul sehubungan dengan berkembangnya institusi-institusi keuangan syariah, seperti asuransi syariah, dana pensiun syariah, dan reksa dana syariah yang membutuhkan alternatif penempatan investasi. Menariknya, investor obligasi syariah tidak hanya berasal dari institusi-institusi syariah saja, tetapi juga investor konvensional. Produk syariah dapat dinikmati dan digunakan siapa pun, sesuai falsafah syariah yang sudah seharusnya memberi manfaat (maslahat) kepada seluruh semesta alam.

Investor konvensional akan tetap bisa berpartisipasi dalam obligasi syariah, jika dipertimbangkan bisa memberi keuntungan kompetitif, sesuai profil risikonya, dan juga likuid. Sementara obligasi konvensional, investor base-nya justru terbatas karena investor syariah tidak bisa ikut ambil bagian di situ! Bagi emiten, menerbitkan obligasi syariah berarti juga memanfaatkan peluang-peluang tertentu. Emiten dapat memperoleh sumber pendanaan yang lebih luas, baik investor konvensional maupun syariah. Selain itu, struktur obligasi syariah yang inovatif juga memberi peluang untuk memperoleh biaya modal yang kompetitif dan menguntungkan. Tetapi, sebagai catatan, tidak semua emiten dapat menerbitkan obligasi syariah. Untuk menerbitkan Obligasi Syariah, beberapa persyaratan berikut yang harus dipenuhi: (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 di antaranya adalah: (i) usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang; (ii) usaha lembaga keuangan konvensional (ribawi), termasuk perbankan dan asuransi konvensional; (iii) usaha yang memproduksi, mendistribusi, serta memperdagangkan makanan dan minuman haram; (iv) usaha yang memproduksi, mendistribusi, dan atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat. (2) Peringkat Investment Grade: (i) memiliki fundamental usaha yang kuat; (ii) memiliki fundamental keuangan yang kuat; (iii) memiliki citra yang baik bagi publik (3) Keuntungan tambahan jika termasuk dalam komponen Jakarta Islamic Index (JII)

## **Struktur obligasi syariah**

Obligasi syariah sebagai bentuk pendanaan (financing) dan sekaligus investasi (investment) memungkinkan beberapa bentuk struktur yang dapat ditawarkan untuk tetap menghindarkan pada riba. Berdasarkan pengertian tersebut, obligasi syariah dapat memberikan: (1) Bagi Hasil berdasarkan akad Mudharabah/Muqaradhadh/Qiradh atau Musyarakah. Karena akad Mudharabah/Musyarakah adalah kerja sama dengan skema bagi hasil pendapatan atau keuntungan, obligasi jenis ini akan memberikan return dengan penggunaan term indicative/expected return karena sifatnya yang floating dan tergantung pada kinerja pendapatan yang dibagihasilkan. (2) Margin/Fee berdasarkan akad Murabahah atau Salam atau Istishna atau Ijarah. Dengan akad Murabahah/Salam/ Istishna sebagai bentuk jual beli dengan skema cost plus basis, obligasi jenis ini akan memberikan fixed return. Di Indonesia, yang digunakan dalam penerbitan obligasi syariah adalah struktur Mudharabah (bagi hasil pendapatan) baik yang telah diterbitkan maupun yang akan diterbitkan dalam waktu dekat (lihat tabel). Sehingga, yang dikenal adalah obligasi syariah mudharabah.

Obligasi syariah mudharabah memang telah memiliki pedoman khusus dengan disahkannya Fatwa No: 33/DSN-MUI/IX/2002. Disebutkan dalam fatwa tersebut, bahwa Obligasi Syariah Mudharabah adalah obligasi syariah yang menggunakan akad mudharabah. Selain telah mempunyai pedoman khusus, terdapat beberapa alasan lain yang mendasari pemilihan struktur mudharabah ini, di antaranya adalah: (i) Bentuk pendanaan yang paling sesuai untuk investasi dalam jumlah besar dan jangka yang relatif panjang; (ii) Dapat

digunakan untuk pendanaan umum (general financing) seperti pendanaan modal kerja ataupun pendanaan capital expenditure; (iii) Mudharabah merupakan percampuran kerja sama antara modal dan jasa (kegiatan usaha) sehingga membuatnya 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; (iv) Kecenderungan regional dan global, dari penggunaan struktur Murabahah dan Bai bi-thaman Ajil menjadi Mudharabah dan Ijarah Mekanisme atau beberapa hal pokok mengenai obligasi syariah mudharabah ini dapat diringkaskan dalam butir-butir berikut:

(i) Kontrak atau akad Mudharabah dituangkan dalam perjanjian perwali-amanatan; (ii) Rasio atau persentase bagi hasil (nisbah) dapat ditetapkan berdasarkan komponen pendapatan (revenue) atau keuntungan (profit; operating profit, EBIT, atau EBITDA). Tetapi, Fatwa No: 15/DSN-MUI/IX/2000 memberi pertimbangan bahwa dari segi kemaslahatan pembagian usaha sebaiknya menggunakan prinsip Revenue Sharing; (iii) Nisbah ini dapat ditetapkan konstan, meningkat, ataupun menurun, dengan mempertimbangkan proyeksi pendapatan Emiten, tetapi sudah ditetapkan di awal kontrak. (iv) Pendapatan Bagi Hasil berarti jumlah pendapatan yang dibagihasilkan yang menjadi hak dan oleh karenanya harus dibayarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah yang dihitung berdasarkan perkalian antara nisbah pemegang obligasi syariah dengan pendapatan/keuntungan yang dibagihasilkan yang jumlahnya tercantum dalam laporan keuangan konsolidasi emiten. (v) Pembagian hasil

pendapatan ini atau keuntungan dapat dilakukan secara periodik (tahunan, semesteran, kuartalan, bulanan); (vi) Karena besarnya pendapatan bagi hasil akan ditentukan oleh kinerja aktual emiten, maka obligasi syariah memberikan indicative return tertentu.

### **Beberapa tantangan**

Obligasi syariah dinilai prospektif, tetapi menghadapi tantangan yang tak sedikit. Sosialisasi yang belum cukup. Harus diakui bahwa masyarakat kita belum begitu terbiasa dengan sistem bagi hasil maupun sistem syariah lainnya. Padahal, potensi investor obligasi syariah dari ritel tergolong besar. Hal ini dimungkinkan karena denominasi obligasi syariah yang diterbitkan bisa senilai Rp 10 juta. Sekaligus menjadi edukasi bagi masyarakat untuk mulai berinvestasi dalam jangka yang lebih panjang, alih-alih hanya di deposito yang berjangka pendek. Tantangan berikut menyangkut opportunity cost yang secara sederhana diterjemahkan sebagai "second best choice". Langsung atau tak langsung ada perbandingan atas pilihan yang ada. Karena investor base obligasi syariah secara potensial sangat luas, mau tidak mau, obligasi syariah berdasarkan bagi hasil akan menghadapi ini. Ilustrasinya, ketika obligasi syariah mudharabah ditawarkan, emiten membandingkannya dengan suku bunga pinjaman sementara investor (terutama investor konvensional) membandingkan dengan yield obligasi konvensional. Karena sistem bagi hasil ini tidak menawarkan "fixed-predetermined return", hasilnya bisa berfluktuasi. Misalnya suatu saat, obligasi syariah ini memberi tingkat kupon 20 persen, investor akan senang, tetapi sepertinya emiten akan

merasa "kemahalan" karena membandingkan dengan pinjaman bank atau obligasi konvensional dengan bunga kupon lebih murah.

Di saat lain, obligasi syariah memberi kupon "hanya" 12 persen, emiten senang, tetapi investor akan membandingkannya dengan Sertifikat Bank Indonesia (SBI), obligasi pemerintah, atau obligasi konvensional lainnya. Memang opportunity cost, dan penurunan kinerja pendapatan ini menjadi salah satu risiko bagi investor obligasi syariah. Padahal, risiko investor di obligasi syariah sebetulnya mirip saja dengan investor obligasi dengan bunga mengambang. Berbedanya adalah, struktur syariah ini sesungguhnya lebih menawarkan "keadilan".

Tantangan lain adalah menyangkut perdagangan obligasi syariah di pasar sekunder yang mengemuka kepentingannya karena tujuan likuiditas (as-suyulah). Hampir semua Islamic bonds dibeli untuk investasi jangka panjang, sampai jatuh tempo. Lebih banyaknya investor yang buy and hold memang akan membuat pasar sekundernya kurang likuid. Hal ini terjadi

pada Obligasi Syariah Mudharabah Indosat. Suksesnya sebuah pasar dan instrumen keuangan, baik syariah maupun lainnya, akan tergantung pada faktor kepercayaan atas sistem dan proses, keragaman dan kualitas produk, serta keyakinan investor dan emiten untuk menggunakan produk keuangan tersebut. Dengan kondisi yang telah diuraikan di atas, masa depan obligasi syariah masih tetap dipandang prospektif sejalan dengan perkembangan lembaga keuangan syariah lainnya.

#### **DAFTAR PUSTAKA**

Dewan Syariah Nasional-MUI, "Himpunan Fatwa Dewan Syariah Nasional", Jakarta: DSN-MUI dan Bank Indonesia, 2003.

Iggi H. Achsien (2005), "Potensi Pengembangan Obligasi Syariah di Indonesia", Bahan Presentasi Seminar ISEI, tanggal 17 November.

Sigit Pramono, SE., Ak., MSACC, Obligasi Syariah (Sukuk) untuk Pembiayaan Infrastruktur: Tantangan dan Inisiatif Strategis