

## **OBLIGASI SYARIAH SEBAGAI INSTRUMEN INVESTASI DALAM SISTEM KEUANGAN DI INDONESIA**

**Ismail Puh**

Institut Agama Islam Negeri (IAIN) Sultan Amai, Gorontalo  
(ismailpuhi60@gmail.com)

### **Abstrak**

*Artikel ini melihat perkembangan lembaga keuangan syariah di Indonesia dewasa ini. Hal tersebut menimbulkan kebutuhan sistem keuangan perbankan yang beragam. Dengan bertambahnya lembaga keuangan syariah, maka market share ekonomi Islam akan bertambah besar. Pertumbuhannya kemudian menambah besar kapitalisasi modal yang terakumulasi. Dana besar akan mencari bentuk penempatan investasi yang bervariasi sesuai dengan portofolio yang diinginkan. Salah satu solusi dari kebutuhan dana besar yang terakumulasi ini adalah penerbitan obligasi, karena instrumen investasi yang memiliki market share besar adalah obligasi. Sehingga emiten dan investor sebagai pelaku pasar harus dapat mengetahui definisi dan perbedaan dari setiap penerbitan obligasi.*

*This article describes the development of Islamic financial institutions in Indonesia recently. It raises the need for a variety of banking financial system. By the increasing in Islamic financial institutions, the market share of Islamic economy will eventually grow. The growth adds a large capitalization of accumulated capital. Large funds will seek investment placement forms that vary in line with the desired portfolio. One solution to the needs of the accumulated fund is the issuance of bonds, because the investments instruments that have the big market share are obligation. Therefore, issuers and investors as the market participants should be able to know definition and differences of each bond issuance.*

**Kata Kunci:** keuangan, ekonomi Islam, obligasi, market share.

## A. Pendahuluan

Perkembangan ekonomi dan keuangan pasca krisis moneter dan perbankan di Indonesia mengalami banyak perubahan untuk mencari model ekonomi yang lebih komprehensif. Hal ini dilakukan untuk mendapatkan solusi alternatif serta jalan keluar yang lebih baik dalam menghadapi masalah ekonomi, moneter dan sistem pembayaran.

Keterpurukan ekonomi di Indonesia dimulai dengan tanda-tanda turunnya nilai tukar rupiah pada awal Juli 1997, yang diantisipasi oleh Bank Indonesia dengan melebarkan *band spread* intervensi dari 8% menjadi 12% pada tanggal 11 Juli 1997<sup>1</sup>. Yang kemudian tekanan tidak berkurang, sebaliknya tekanan terhadap rupiah menjadi lebih besar, sehingga Bank Indonesia melakukan intervensi dari sisi supply US dolar senilai US\$ 2 miliar pada tanggal 2 Juli 1997 lalu diikuti dengan intervensi dari sisi demand, yaitu dengan menaikkan suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) dari 14% menjadi 30%, dan penghentian transaksi Surat Berharga Pasar Uang (SBPU) hingga mengakibatkan krisis kedua yang dampaknya lebih parah, yaitu krisis likuiditas.

Dampak positif yang diakibatkan dari krisis ekonomi dan moneter adalah masyarakat mencari solusi bagi keterpurukan dan keadilan ekonomi yang terjadi, sehingga timbul secara simultan bahwa tingkat kepercayaan masyarakat pada Lembaga Keuangan Syariah (LKS) menjadi lebih tinggi dari sebelumnya.

Sistem ekonomi yang menjadi solusi bagi tingkat kepercayaan masyarakat terhadap ekonomi syariah adalah dengan menerapkan sistem keuangan yang berlandaskan pada syariah. Karena sistem yang memberikan jawaban atas ketidakadilan ekonomi selama ini adalah dengan solusi ekonomi Islam. Dalam ekonomi Islam terdapat prinsip utama yaitu *economical justice* yang merupakan solusi dari keterpurukan yang dialami oleh Indonesia. Kehadiran sistem ekonomi yang lebih manusiawi berupa ekonomi Islam secara monumental direpresentasikan oleh pendirian Bank Muamalat Indonesia sebagai salah satu bank yang berlandaskan syariah murni dimana saat terjadi krisis moneter ternyata mampu bertahan dari krisis ekonomi yang menghancurkan sebagian besar sistem perbankan. Dari jumlah bank

---

<sup>1</sup> Zainul Arifin, *Memahami Bank Syariah, Lingkup Peluang Tantangan dan Prospek*, (Cet. 3, Jakarta: Alfabet, 2000) h. 45.

sebanyak 240 buah sebelum terjadi krisis, kemudian terjadi bank dengan status BTO (Bank Tutup Operasi), BBO (Bank Beku Operasi) yang tidak kurang dari 55 bank, 11 bank BTO diambil alih dan 9 bank lainnya direkapitalisasi<sup>2</sup>. Sehingga tersisa 73 bank termasuk Bank Muamalat Indonesia (BMI) yang dinyatakan sehat dan mampu bertahan tanpa harus menggantungkan bantuan dari pemerintah.

Perkembangan tersebut sangat menggembirakan karena ternyata benar bahwa sistem keuangan syariah yang menganut asas keseimbangan dan keadilan ini memiliki keunggulan yang nyata. Hal ini mengakibatkan para bankir tertarik untuk masuk dalam sistem keuangan syariah, disamping didukung oleh sistem perbankan di Indonesia sebagaimana Undang-Undang Perbankan Indonesia yang memberikan peluang untuk membuka bank dengan *dual banking system*, yaitu berdirinya secara berdampingan antara bank berbasis bunga dan devisa tersendiri yang menganut sistem keuangan perbankan syariah<sup>3</sup>.

Berlakunya Undang-Undang Nomor : 10 Tahun 1998 tentang Perubahan Undang-Undang Nomor: 7 Tahun 1992 tentang perbankan adalah menandai diundangkannya berlakunya sistem perbankan ganda di Indonesia. Undang-undang tersebut telah memberikan landasan hukum yang kuat bagi perkembangan perbankan syariah, apalagi setelah lahirnya Undang-undang Nomor: 21 Tentang Perbankan Syariah Di Indonesia. Namun untuk menghadapi tantangan ke depan perlu dipikirkan dan dipersiapkan sebuah undang-undang yang mengatur tentang sistem keuangan syariah secara komprehensif dan atau undang-undang yang mengatur masing-masing lembaga keuangan syariah<sup>4</sup>.

Dalam kurun waktu antara tahun 1992 hingga sekarang telah berkembang pesat perbankan syariah. Dari semula hanya ada satu bank umum syariah, yaitu BMI dan empat Bank Perkreditan Rakyat Syariah (BPRS), maka kini telah ada 3 Bank Umum Syariah, terdapat dua Bank Asing yang membuka cabang syariah dan sembilan bank

---

<sup>2</sup>*Ibid.*

<sup>3</sup>Harisman, Kebijakan Pengembangan Perbankan Syariah di Indonesia, Semiloka Nasional Pasca Sarjana UIN Syarif Hidayatullah, Jakarta, 23-24 Juli 2001.

<sup>4</sup>*Ibid.*

dengan devisa syariah. Apabila dijumlahkan kantor cabang pelayanan bank syariah bisa mencapai 130 kantor.<sup>5</sup>

Perkembangan perbankan syariah yang cukup pesat diikuti oleh lembaga keuangan syariah lainnya, seperti Asuransi Syariah, Pegadaian Syariah, Baitul Maal Wat Tamwil (BMT), Multifinance Syariah dan lain-lainnya. Hal ini disebabkan sistem perekonomian yang digunakan tidak terpengaruh dengan tingkat bunga perbankan yang mendorong timbulnya inflasi. Perkembangan ini menimbulkan kebutuhan sistem keuangan perbankan yang beragam. Dengan bertambahnya lembaga keuangan syariah, maka market share ekonomi Islam akan bertambah besar, yang kemudian menambah besar kapitalisasi modal yang terakumulasi. Jumlah dana yang besar ini akan selalu mencari bentuk penempatan investasi yang bervariasi sesuai dengan portofolio yang diinginkan. Salah satu solusi dari kebutuhan dana besar yang terakumulasi ini adalah penerbitan obligasi.

Perkembangan obligasi paralel dengan peningkatan dana yang dimiliki oleh lembaga keuangan adalah salah satu instrumen investasi untuk menempatkan dana lebih. Sehingga lembaga keuangan syariah akan sangat membutuhkan bentuk obligasi yang menganut prinsip tanpa bunga atau bagi hasil, maka kehadiran obligasi syariah menjadi suatu kebutuhan besar bagi lembaga keuangan syariah di Indonesia yang terus berkembang secara signifikan.

Dalam hal ini akan diuraikan obligasi syariah yang mulai banyak diminati oleh pelaku pasar keuangan di Indonesia. Dalam fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN)<sup>6</sup>, menyatakan bahwa salah satu bentuk instrumen investasi pada pasar modal (konvensional) adalah obligasi yang selama ini didefinisikan sebagai suatu surat berharga jangka panjang, yang bersifat utang yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi dengan kewajiban membayar bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok pada saat jatuh tempo kepada pemegang obligasi. Menurut Dewan Syariah nasional, obligasi dalam pengertian seperti itu, yang telah diterbitkan selama ini, masih belum sesuai dengan ketentuan syariah, sehingga belum dapat mengako-

---

<sup>5</sup>Kemala Dewi, *Aspek-aspek Hukum dalam Perbankan dan Perasuransian Syariah di Indonesia*, (Jakarta: Kencana, 2005) h. Vii.

<sup>6</sup>Dewan Syariah Nasional (DSN) adalah salah satu lembaga yang dibentuk oleh Majelis Ulama Indonesia (MUI) berdasarkan SK. Nomor: 98/MUI/III/2001 untuk menangani fatwa, perencanaan, kebijakan dan penanganan masalah yang berkaitan dengan aktifitas lembaga keuangan syariah.

modasi kebutuhan masyarakat akan obligasi yang sesuai dengan syariah<sup>7</sup>.

Dalam fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor: 32/DSN/MUI/IX/2002, dinyatakan bahwa Obligasi yang tidak dibenarkan menurut syariah yaitu obligasi yang bersifat utang dengan kewajiban membayar berdasarkan bunga. Obligasi yang dibenarkan menurut syariah yaitu obligasi yang berdasarkan prinsip-prinsip syariah.

Secara khusus akad yang dapat digunakan dalam penerbitan obligasi syariah antara lain : *Mudharabah, musyarakah, murabahah, salam, istishna'* dan *ijarah*<sup>8</sup>. Sedangkan jenis usaha yang dilakukan emiten (*mudharib*) tidak boleh bertentangan dengan syariah. Dalam hal ini, emiten adalah *mudharib* (pengelola dana), sedangkan pemegang obligasi syariah adalah *shahibul maal* (investor).

Merujuk pada Fatwa DSN Nomor: 32 Tahun 2002 yang menyatakan bahwa : Obligasi Syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil atau *margin fee* serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. Pendapatan (hasil) investasi yang dibagikan emiten (*mudharib*) kepada pemegang obligasi syariah *mudharabah (shâhibul Mâl)* harus bersih dari unsur non halal dan pendapatan (hasil) yang diperoleh pemegang obligasi syariah harus sesuai akad yang digunakan<sup>9</sup>.

Istilah surat berharga yang dipakai dalam Fatwa DSN Nomor: 32 Tahun 2002 adalah hasil proses tarik ulur yang melelahkan antara para ulama di satu sisi dengan otoritas keuangan di sisi yang lain. Para Ulama pada awalnya mengusulkan istilah sertifikat mengikut *Istishna Certificate* yang diterbitkan di Bahrain atau *Government Musyarakah Certificate* di Sudan, tetapi ditolak, karena kosa kata itu tidak berlaku lagi di pasar modal Indonesia. Istilah lain, Sukuk belum tentu diterima oleh para praktisi karena masih asing. Para Ulama kemudian menerima istilah surat berharga dengan melihat *underlying transaction* yang ada dibalik itu, yaitu *mudharabah, musyarakah, murabahah, salam, istishna'* dan *ijarah*, dengan konsekuensi hukum yang

---

<sup>7</sup>Himpunan Fatwa Dewan Syariah Nasional untuk Lembaga Keuangan Syariah Edisi kedua, Tahun 2005, h. 125.

<sup>8</sup>Bakhri Saiful, *Ekonomi Syariah Dalam Sorotan*, (Jakarta: Yayasan Amanah, 2003) h. 192.

<sup>9</sup>*Ibid.*

diikutinya. Artinya surat berharga pada fatwa tersebut sudah tidak bermakna lagi jika referensinya adalah produk-produk syariah tersebut. Surat berharga dalam istilah tersebut sudah seperti surat berharga kendaraan bermotor atau surat berharga rumah yang tidak ada artinya kalau tidak ada kendaraan atau rumahnya.<sup>10</sup>

Fungsi dan keberadaan obligasi syariah menjadi instrumen yang resmi dapat diterbitkan adalah sejak dengan adanya fatwa dari DSN tentang obligasi syariah ini. Maka kemunculan obligasi syariah Korporasi PT. Indosat, Tbk. Dari keberhasilan penerbitan instrumen obligasi syariah pertama korporasi ini, kemudian pemerintah juga berkeinginan untuk mengeluarkan obligasi syariah negara.

Dalam fatwa yang dikeluarkan DSN sehubungan dengan obligasi syariah, penerbitan obligasi syariah sudah mencakup pada obligasi syariah yang dikeluarkan oleh korporasi ataupun negara. Selain itu fatwa DSN nomor: 32 ini juga menaungi berbagai macam akad berdasarkan prinsip syariah seperti mudharabah, murabahah, musyarakah, istishna', salam dan ijarah. Dimana selain fatwa nomor " 32 ini, DSN juga mengeluarkan fatwa yang berkaitan, yaitu fatwa nomor : 33 tentang obligasi syariah mudharabah serta fatwanya nomor : 41 tentang obligasi syariah ijarah.

Pada obligasi syariah terdapat pihak yang perlu diketahui fungsi dan keberadaannya, yaitu mudharib. Kita perlu mengetahui sesuai dengan syariah atau tidak pihak mudharib yang mengeluarkan obligasi syariah tersebut. Landasan ketentuan jenis usaha tidak boleh bertentangan dengan syariah dengan memperhatikan substansi fatwa Dewan Syariah Nasional dengan Majelis Ulama Indonesia Nomor: 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi yang dibagikan mudharib kepada pemegang obligasi syariah<sup>11</sup>.

Perdebatan antara kedua pandangan tentang boleh dan tidaknya nafkah bagi mudharib, merupakan perdebatan tentang asumsi kemungkinan mudharib membesarkan biaya yang diberikan kepadanya. Tapi para ulama sepakat, bila tidak terjadi apa-apa, maka wajib

---

<sup>10</sup>Surat berharga kepemilikan atas benda bergerak atau tidak bergerak yang berlaku pada bukti kepemilikan kendaraan bermotor (BPKB) dan sertifikat hak milik (SHM), Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor : 22 Tahun 1997 tentang Jenis dan Penyetoran Penerimaan Negara.

<sup>11</sup>Bakhri Saiful, *Op.Cit.*, h. 192

hukumnya bagi mudharib untuk mengembalikan pokok modal dan keuntungan yang telah disepakati.

Mengacu pada SK Menteri Keuangan RI No. 1548/ KMK/ 013/1996, pengertian dasar adalah bukti utang dari emiten yang mengandung janji pembayaran bunga atau janji lainnya serta pelunasan pokok pinjaman yang dilakukan pada saat jatuh tempo. Saat ini cukup banyak obligasi yang diterbitkan oleh emiten sebagai alternatif sumber pendanaan. Penerbitan obligasi menjadi suatu alternatif sumber pendanaan jangka panjang yang lebih murah dari pada utang bank, dan penerbitan surat berharga dan lainnya. Bagi perusahaan, penerbitan obligasi merupakan suatu cara untuk memotong biaya intermediasi karena dapat menghemat biaya dana (*cost of debt*). Adapun biaya emisi yang timbul dari proses ini dapat diamortisasi selama usia obligasi tersebut. Booming obligasi di Indonesia dimulai pada saat pemerintah menerbitkan obligasi rekap yang bertujuan untuk menyelematkan industri perbankan, yang kemudian obligasi rekap ini dapat diperjual belikan oleh institusi perbankan, sekuritas, dana pensiun, asuransi, yayasan maupun institusi lainnya yang bergerak di bidang keuangan. Perdagangan obligasi rekap ini dibentuk dalam sistem yang dilindungi peraturan yang ketat dengan kerja sama diantara perbankan yang menjadi market maker untuk menciptakan likuiditas dalam jual beli Surat Utang Negara ini.<sup>12</sup>

Dalam prakteknya terdapat beberapa jenis obligasi, yaitu tingkat bunga tetap (*fixed rate bond*), obligasi dengan tingkat bunga mengambang (*floating rate bond*), obligasi dengan tingkat bunga nol (*zero coupon bond*). Secara prinsip obligasi menawarkan bunga yang dibayarkan sesuai jatuh tempo (*maturity date*). Sangat jelas dari devinisi dan prakteknya dalam sistem obligasi konvensional, *interest* atau bunga menjadi pokok yang utama dalam transaksi. Bertentangan sekali dengan sistem keuangan Islam di mana bunga dan riba merupakan elemen pertama yang harus dihindari. Sehingga terdapat permasalahan yang memang ada perbedaan antara obligasi konvensional dengan obligasi syariah. Maka muncul pertanyaan apa yang dimaksud dengan obligasi konvensional dan obligasi syariah? Dan apa saja perbedaan antara obligasi konvensional dengan obligasi syariah?

---

<sup>12</sup>Tim Moneter Bank Indonesia, Kebijakan Pemerintah Untuk Menyelamatkan Perekonomian Nasional, Buletin Bulanan, Bank Indonesia, 2003.

Permasalahan risiko dan manfaat penerbitan obligasi syariah baik bagi emiten maupun investor obligasi. Obligasi syariah yang pertama kali muncul di Indonesia adalah obligasi mudharabah indosat yang dikeluarkan tahun 2002. sampai dengan akhir 2003 baru terdapat 6 (enam) perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah. Sejauh mana penerbitan ke-6 obligasi memberikan keuntungan atau kerugian bagi emiten maupun investor? Bagaimana perbandingan keuntungan dan kerugian bagi emiten maupun investor dalam menerbitkan obligasi konvensional dengan obligasi syariah?

Permasalahan obligasi syariah dipasar sekunder. Obligasi syariah sendiri meskipun secara umum telah diterima sebagai instrumen yang sesuai dengan prinsip Islam namun perdagangannya di pasar sekunder saat ini masih menjadi perdebatan. Ada pendapat yang menyatakan bahwa perdagangan obligasi di pasar sekunder bertentangan dengan prinsip syariah itu sendiri. Banyak pihak yang menyetujui pendapat tersebut sehingga peluang perdagangan obligasi syariah di pasar sekunder jadi sangat kecil. Jadi idealnya bila investor ingin membeli obligasi syariah berarti investor tersebut bertujuan berinvestasi jangka panjang yaitu sampai jatuh tempo obligasi tersebut. Sehingga ada kemungkinan obligasi syariah tidak menarik bagi investor karena dianggap tidak likuid dari kacamata investor.

Dari latar belakang di atas, maka yang menjadi permasalahan dalam tulisan ini adalah bagaimana sistem perdagangan obligasi syariah di pasar sekunder sesuai dengan kaidah ekonomi islam? Apa permasalahan prospek penerbitan obligasi syariah di masa depan? Faktor-faktor apa saja yang menjadi pendukung prospek penerbitan obligasi syariah di masa depan di Indonesia?

## **B. Obligasi Syariah Sebagai Instrumen Keuangan Islam**

Utang berbeda dengan penyertaan (modal). tidak ada kewajiban apapun dari pihak yang berutang untuk memberikan kelebihan pembayaran atas pokok utang dengannya dan tidak boleh pula pemberi utang mewajibkan pembayaran lebih sebagai keuntungannya. Jika pada saat jatuh tempo pihak berutang mempunyai kelebihan rezeki dan ingin memberi kelebihan sebagai bentuk tarima kasih maka hal tersebut dianggap sedekah. Tapi tidak ada persyaratan apapun yang mewajibkan pembayaran lebih itu pada saat awal transaksi dan tidak pula ada *rate* tertentu yang menunjukkan berapa besarnya.



Kewajiban membayar bagi hasil hanya ada pada penyertaan dimana pembeli uang adalah pemodal. Sedangkan dalam utang piutang, pemberi utang bukanlah pemodal karena uang yang dipinjamkan akan dibayar kembali pada saat jatuh tempo. Sedangkan pemodal memiliki resiko karena uangnya akan pada saat jatuh tempo. Sedangkan pemodal memiliki resiko rugi bila usaha gagal, oleh karena itu maka ia berhak atas bagi hasil. Jadi kalau mengharapkan bagi hasil bukan dengan cara memberi utang tapi dengan menyertakan modal. Oleh karena itu pula pemberi utang tidak dapat disebut investor karena utang bukanlah lahan investasi (yang menghasilkan return materi).

Pengembangan model utang dari dasar konvensional adalah berawal dari *interest rate*. Mulanya dikenal sebagai instrumen *fixed income* karena memberikan kupon dengan bunga tetap (*fixed*) sepanjang masa berlakunya. Kemudian dikembangkan juga obligasi dengan kupon bunga mengambang (*floating*) sebagai bunga yang diterima pemegang obligasi tidak lagi tetap. Dalam hal ini obligasi syariah, kupon yang diberikan tidak lagi berdasarkan bunga, tetapi bagi hasil atau margin/fee.

Selain itu segmentasi pasar untuk obligasi cukup beragam seperti investor obligasi syariah tidak hanya berasal dari institusi-institusi syariah saja, tetapi juga investor serta pelaku pasar konvensional. Produk syariah dapat dinikmati dan digunakan siapa pun, sesuai falsafah syariah yang sudah seharusnya memberi manfaat (*mashlahat*) kepada seluruh semesta alam. Investor konvensional akan tetap bisa berpartisipasi dalam obligasi syariah, jika pertimbangan bisa memberi keuntungan kompetitif, sesuai profil risikonya, dan juga likuid. Sementara obligasi konvensional, investornya justru terbatas karena investor syariah tidak bisa ikut ambil bagian.

Bagi emiten, menerbitkan obligasi syariah berarti juga memanfaatkan peluang-peluang tertentu. Emiten dapat memperoleh sumber pendanaan yang lebih luas, baik investor konvensional maupun syariah. Kriteria emiten yang sesuai dengan syariah bisa dipantau dari konstituen indeks berdasarkan *Jakarta Islamic Index* (JII) yang juga hampir sama dengan kriteria *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIM)<sup>13</sup>. Kalangan pengamat mengakui bahwa semua perusahaan itu tidak sepenuhnya bersih, misalnya karena masih

---

<sup>13</sup>Bambang Aribowo, Enam Saham Baru Masuk JII, Siaran Pers, BEJ, 2003.

menyimpan dan meminjam uang dari bank konvensional. Para ulama di Dewan Syariah Nasional dan DJIM juga menyadari hal ini. Bukan bermaksud menghindari masalah, hal ini adalah kondisi darurat yang perlu ditransformasi. Perusahaan-perusahaan tersebut perlu disosialisasikan dengan akad-akad syariah, sehingga pelan maupun secepatnya, transaksi keuangannya pun dilakukan secara syariah. Perusahaan tersebut nantinya diharapkan akan berhubungan sepenuhnya dengan bank syariah, atau Baitul Maal pada saatnya nanti.

Selain itu, struktur obligasi syariah yang inovatif juga memberi peluang untuk memperoleh biaya modal yang kompetitif dan menguntungkan. Seperti struktur pada pencatatan dalam pembukuan. Dalam sistem pembukuan obligasi secara konvensional adalah pengakuan utang sehingga secara akuntansi akan dicatat sebagai *liabilities*, sedang obligasi syariah dalam terminologi akuntansi bukan merupakan surat utang tetapi bukti keikutsertaan dalam suatu investasi dengan imbalan berupa bagi hasil atas investasi tersebut sehingga tidak dibenarkan adanya janji *fixed rate* dimuka kecuali hanya berdasar prediksi semata. Dalam implementasinya harus dicatat dalam kelompok *investment account* bukan *liabilities* dan bukan modal juga dana yang terkumpul harus sepenuhnya disalurkan kembali untuk pembiayaan dan tidak boleh dipakai untuk investasi pada sarana usaha.

**TABEL OBLIGASI SYARIAH DI INDONESIA**

NO	JENIS OBLIGASI SYARIAH	JUMLAH	PERINGKAT	Rtrn (%)
1	Indosat Mudharabah 2002	175	idAA+(sy)	16,38
2	Matahari Putera Prima Ijarah 2002	150	idA (sy)	13,8
3	Sona Topas Tourism Industry Ijarah 2003	40	A+	14,75
4	Berlian Laju Tanker Mudharabah 2003	100	A-	14,75
5	Bank Bukopin Mudharabah 2003	45	idBBB+	13,25
6	Pembangunan Persada (PP) MTN Mudharabah	50	BBB+	13,25

	2003			
7	Bank Muamalat Mudharabah 2003	200	idBBB+	17,00
8	PTPN VII Mudharabah 2004	75	idBBB+	14,00
9	Cilandra Perkasa Mudharabah 2004	100	idBBB+	14,00
10	Bank Syariah Mandiri Mudharabah 2004	200	idBBB+	13,00
11	Citra Sari Makmur Ijarah 2004	100	idBBB+	13,5
12	Arpeni MTN Ijarah (Proses)	150	idA	13,5
13	Indorent Ijarah (Proses)	100	NA	NA
14	Humpuss Mudharabah (Proses)	100	NA	NA

Sumber : Karim Business Consulting, 2005.

Berdasarkan data yang ada di Bursa Obligasi, Bursa Efek Surabaya maupun dari institusi yang berkaitan dengan penerbitan obligasi syariah diketahui sekarang sudah ada sepuluh obligasi syariah yang dikeluarkan korporasi yang terdiri dari tujuh obligasi syariah mudharabah dan tiga obligasi syariah ijarah dengan total nilai investasi yang terkumpul sebesar Rp 1,135 trilyun serta ada satu surat berharga jangka menengah (Medium Term Notes MTN) dengan nilai Rp 100 milyar.

Dalam data yang dihimpun oleh Karim Business Consulting bahwa dalam waktu dekat akan diterbitkan dua obligasi syariah dengan satu akad mudharabah dan satu akad ijarah dengan perkiraan nilai investasi masing-masing Rp 100 milyar serta akan diterbitkan satu surat berharga jangka menengah berupa MTN dengan akad ijarah dengan perkiraan nilai total investasi sebesar Rp 100 milyar<sup>14</sup>.

Berdasarkan perkiraan sampai akhir tahun masih akan lebih banyak lagi obligasi syariah yang akan dikeluarkan. Dengan *market share* yang masih terbilang baru dan cukup kecil maka obligasi syariah memiliki potensi yang sangat besar untuk berkembang pesat dalam industri instrumen keuangan di pasar modal. Hal ini menjadi

---

<sup>14</sup>Karim Business Consulting, 2004.

instrumen yang ditunggu-tunggu oleh para pelaku pasar seperti pengelola reksa dana, perbankan, sekuritas, asuransi, dana pensiun maupun lembaga keuangan syariah lainnya untuk segera mengutilisasi instrumen obligasi syariah ini. Salah satu jenis instrumen yang dinantikan yang rencananya akan dikeluarkan dalam waktu dekat dan merupakan satu-satunya instrumen yang belum dimiliki oleh sistem keuangan Islam di Indonesia adalah obligasi syariah negara. Potensi untuk mengembangkan sistem keuangan yang memiliki *benchmark* ada pada obligasi syariah negara ini, sehingga alternatif utama untuk proses percepatan pasar modal syariah di Indonesia ada pada segera diterbitkan instrumen jenis ini. Pada sistem makro ekonomi Islam di negara-negara yang sudah menerbitkan obligasi syariah negara maka instrumen ini merupakan jenis obligasi yang dominan dalam *market share*nya, hal ini sesuai dengan fungsi dan keberadaan obligasi syariah negara untuk menjadi tolok ukur dalam sistem ekonomi makro suatu negara atau menjadi *benchmark* bagi instrumen keuangan syariah lainnya.

### **C. Sekilas Obligasi Syariah Di Indonesia**

Dalam beberapa tahun terakhir, pasar obligasi Indonesia sangat bergairah. Bursa efek surabaya sebagai bursa obligasi di Indonesia secara optimis, tidak ragu-ragu meyakini tahun 2003 sebagai "tahun obligasi untuk Indonesia." Hal ini tergambar dari maraknya penerbitan obligasi, baik obligasi pemerintah maupun obligasi korporasi hingga mencapai volume Rp 351,16 triliun atau peningkatan sebesar 156,55% dengan frekuensi transaksi sebanyak 15.047 kali atau meningkat 2,5 kali dibanding tahun sebelumnya yang sebelumnya hanya 6.115 kali<sup>15</sup>

---

<sup>15</sup>Bursa Efek Surabaya, Annual Report 2003.

**TABEL OBLIGASI INDONESIA**

<b>OBLIGASI</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>
<b>JUMLAH OBLIGASI TERCATAT (SERI)</b>			
Korporasi	98	111	182
Pemerintah	25	51	52
Pemerintah yang Dapat Diperdagangkan	25	51	52
<b>Pencatatan Baru</b>			
Korporasi	15	12	82
Pemerintah	18	27	3
Emiten Obligasi Tercatat	54	55	92
<b>Volume Perdagangan</b>			
Korporasi (Rp Milyar)	1.115	6.092	13.511
Korporasi (US\$ juta)	-	0	6
Pemerintah (Rp Milyar)	66.222	130.787	337.644
<b>Rata-rata Perdagangan Harian (Rp Milyar)</b>			
Korporasi	5	25	56
Pemerintah	269	534	1395
<b>Nilai Kapitalisasi/Nominal</b>			
Korporasi (Rp Milyar)	18.831	21.520	45.390
Korporasi (US\$ juta)	-	0	105
Pemerintah (Rp Milyar)	64.654	397.968	390.482
<b>Indeks Obligasi</b>			
Tertinggi	537.531	768787	1.317.563
Terendah	437.364	532.132	883.401
Penutupan	531.175	768.787	1.317.563

**Sumber : Annual Report BES.**

Kondisi makro pun sangat kondusif bagi pengembangan SUN yaitu turunnya suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) dan bertambahnya reksa dana yang menawarkan paket-paket SUN yang menarik dengan tingkat risiko yang rendah.

SUN telah menjadi *benchmark* pasar modal dan hingga akhir tahun 2003, transaksi SUN mencapai total nilai Rp. 334.644 milyar, yang menunjukkan lonjakan drastis sebesar 157,83% dari 130,954

milyar di tahun 2002. frekuensi transaksi di tahun 2003 pun meningkat pesat sebanyak 12.339 kali, hampir 3 kali lipat lebih dari 4.038 kali di tahun sebelumnya. Rata-rata harian volume dan frekuensi SUN mengalami peningkatan sebesar 161,03% dan 209,28% dari volume Rp 534 milyar dengan frekuensi 16 kali di tahun 2002 menjadi Rp 1.395 milyar dengan frekuensi 15 kali pada tahun 2003.

Dalam periode yang sama, transaksi obligasi korporasi yang dilaporkan berjumlah Rp 13.511 milyar, naik sebesar 121,78% dari jumlah Rp 6.092 milyar pada tahun 2002. Frekuensi transi juga naik sebesar 30.04% dari 2.077 kali di tahun 2002, menjadi 2.701 kali diakhir tahun 2003. peningkatan rata-rata harian volume transaksi sebesar Rp 56 milyar dengan frekuensi sebanyak 11 kali dibanding dengan tahun sebelumnya dengan rata-rata volume perdagangan hanya Rp 25 milyar dan frekuensi 8 kali perhari.

Jumlah obligasi yang tercatat diperdagangan di tahun 2003 juga mengalami kenaikan berlipat ganda. Total obligasi korporasi yang tercatat sepanjang tahun 2003 sebanyak 182 emisi dari 92 emiten dengan nilai nominal sebesar Rp 45,39 triliun dan USD 100 juta. Di tahun yang sama, 7 emisi dan 6 emiten telah melakukan perpanjangan pencatatan sebagai konsekuensi proses restrukturisasi. Sementara untuk obligasi pemerintah, tercatat 52 emisi dengan nilai kapitalisasi pasar sebesar Rp 390,48 triliun. Sampai dengan akhir desember 2003 terdapat kurang lebih 182 obligasi korporasi dengan total adalah 45,390 milyar rupiah. Enam di antaranya tergolong obligasi syariah dengan total nominal adalah 740 milyar rupiah. Sehingga dapat dikatakan bahwa jumlah obligasi syariah baru mencapai 1,63% dari total seluruh obligasi yang dikeluarkan oleh korporasi.

Selain dari obligasi syariah korporasi seperti dijelaskan di atas, ada jenis obligasi syariah negara yang merupakan instrumen utama dari semua instrumen keuangan Islam yang ada, hal ini sesuai dengan fungsi dan keberadaan instrumen ini sebagai *benchmark* serta stabilisator sistem keuangan syariah dalam makro ekonomi. Dalam penelitian diketahui bahwa undang-undang No. 24 tahun 2002 tentang surat utang negara keluar hampir bersamaan dengan obligasi syariah korporasi yang pertama, indosat kata-kata pembayaran bunga masih banyak tercantum di dalam undang-undang tersebut, dimana bunga bertentangan dengan fatwa-fatwa Dewan Syariah Nasional maupun komisi Fatwa majlis Ulama Indonesia (MUI). Bila dilihat lebih mendalam dalam peraturan tersebut selain terdapat kata pembayaran

bunga ada juga kata pembayaran kupon terutama dalam pasal 3 ayat 3 undang-undang No.24 tahun 2002 yaitu obligasi negara sebagaimana yang dimaksud berjangka waktu lebih dari 12 bulan dengan kupon dan atau dengan pembayaran bunga secara diskon. Pemerintah masih memiliki peluang untuk mengeluarkan obligasi syariah negara dengan mengacu dari undang-undang yang ada ini.

Penerbitan obligasi syariah yang dilakukan atas dasar pendapat ulama, fatwa oleh Dewan syariah Nasional dan Majelis Ulama Indonesia. Sehingga pelaksanaan obligasi syariah di Indonesia dilaksanakan atas dasar hukum, seperti dibawah ini.

1. Pendapat ulama tentang keharaman mendapatkan bunga (*interest*)
2. Pendapat para ulama tentang keharaman obligasi yang penghasilannya berbentuk bunga (*coupon*).
3. Pendapat para ulama tentang obligasi syariah yang menggunakan prinsip mudharabah, musyarakah, murabahah, istisna, ijarah, dan salam.
4. Fatwa Dewan Syariah Nasional nomor. 40/DSN-MUI/X/2003 tentang pasar modal dan pedoman umum penerapan prinsip syariah di bidang pasar modal.
5. Fatwa Dewan Syariah Nasional nomor. 20/DSN-MUI/V/2001 mengenai pedoman pelaksanaan investasi Reksadana Syariah.
6. Fatwa Dewan Syariah Nasional nomor. 32/DSN-MUI/X/2002 tentang Obligasi Syariah.
7. Fatwa Dewan Syariah Nasional nomor. 33/DSN-MUI/X/2002 tentang Obligasi Syariah Mudharabah.

Dengan dasar pegangan hukum dari Dewan Syariah Nasional dibawah Majelis Ulama Indonesia mengenai obligasi syariah, penerbitan obligasi syariah oleh perusahaan di Indonesia bisa direalisasikan lebih lanjut penyelesaian perselisihan dalam menerbitkan obligasi syariah jika timbul perselisihan antara pihak terkait, harus diselesaikan melalui badan *adbitrase* syariah apabila tidak mendapatkan penyelesaian sepakat antara kedua belah pihak yang bersengketa.

Obligasi syariah yang sudah diterbitkan cukup banyak dan beragam, sebagai contoh dari obligasi syariah yang ada di Indonesia maka penulis hendak mengemukakan obligasi syariah yang telah diterbitkan dan telah mengeluarkan laporan keuangan sehingga perkembangan penerbitan obligasi syariah tersebut dapat diketahui.

1. Obligasi Syariah Mudharabah Indosat 2002

Pada pasar modal di Indonesia, obligasi syariah indosat merupakan salah satu pionir dari suatu obligasi yang berbentuk syariah. Jumlah emisi obligasi syariah ini kurang lebih Rp 175 milyar dan dicatatkan atas nama PT. KSEI (Konstadian Sental Efek Indonesia). Satuan pemindahbukuan adalah sebesar Rp. 50.000.000 (lima puluh juta rupiah) atau kelipatannya.

2. Obligasi Syariah Mudharabah Berlian Laju Tanker 2003

Obligasi syariah mudharabah berlian laju tanker 2003 dikeluarkan oleh PT. Berlian Laju Tanker. Jumlah nilai nominal sesuai dengan dana obligasi syariah ini adalah sebesar Rp 60.000.000.000 (enam puluh milyar rupiah), dengan satuan pemindahbukuan sebesar Rp 10.000.000 (sepuluh juta rupiah) atau kelipatannya.

3. Obligasi Syariah Mudharabah Cilianda Perkasa 2003

Obligasi Syariah Mudharabah Cilianda Perkasa 2003 diterbitkan oleh PT. Cilianda Perkasa. Jumlah dana obligasi syariah pada tanggal emisi (total emisi obligasi syariah) sebesar Rp 60.000.000.000 (enam puluh milyar rupiah) dengan satuan jumlah obligasi syariah yang dapat dipindahbukukan dan diperdagangkan dari satu rekening efek ke rekening efek lainnya pada pasar perdana adalah senilai Rp 50.000.000 (lima puluh juta rupiah) atau kelipatannya.

4. Obligasi Syariah Mudharabah Bank Bukopin 2003

Obligasi Syariah Mudharabah Bank Bukopin 2003 dikeluarkan oleh PT. Bank Bukopin. Obligasi syariah ini diterbitkan dengan nilai nominal sekurang-kurangnya sebesar Rp 35.000.000.000 (tiga puluh lima milyar rupiah) dan sebanyak-banyaknya sebesar Rp 50.000.000.000 (lima puluh milyar rupiah).

5. Obligasi Syariah Mudharabah Subordinasi Bank Muamalat 2003

Obligasi Syariah Mudharabah subordinasi bank muamalat 2003 dikeluarkan oleh PT. Bank Muamalat perseroan merupakan bank pertama di Indonesia yang menggunakan konsep perbankan secara syariah. Sejumlah pokok obligasi diterbitkan sebesar Rp 200.000.000.000 (dua ratus milyar rupiah). Satuan jumlah obligasi syariah yang dapat dipindahbukukan dan diperdagangkan dari satu rekening efek rekening efek lainnya adalah senilai Rp 10.000.000.00 (sepuluh juta rupiah) dan kelipatannya. Satuan pemindahbukuan sebesar Rp 10.000.000 (sepuluh juta rupiah).

Dengan demikian motif investasi untuk membeli Obligasi Syariah, yakni rasional dan spiritual, tampaknya dapat diperoleh mela-



lui Obligasi Syariah ini. Hal ini mengingat secara rasional obligasi ini dapat memberi *return* yang besar, bahkan lebih besar dari obligasi konvensional. Sedangkan secara spritual, juga dapat memberikan solusi bagi masyarakat yang mengharamkan bunga dan memberikan ketentraman karena terbebas dari pendapatan yang haram.

#### **D. Kesimpulan**

Instrumen investasi yang memiliki *market share* besar adalah obligasi. Sehingga emiten dan investor sebagai pelaku pasar harus dapat mengetahui definisi dan perbedaan dari setiap penerbitan obligasi.

Masih terbatasnya penerbitan obligasi syariah di Indonesia menjadikan tingkat likuiditas obligasi syariah tergolong rendah. Perlu dikembangkan penerbitan obligasi syariah lebih beragam sehingga dapat meningkatkan minat pelaku pasar serta investor.

Obligasi syari'ah menjadi bahan acuan bagi kebijakan pemerintah dalam sektor keuangan yang dilandasi oleh prinsip ekonomi Islam sebagai alternatif pilihan dalam menjalankan roda perekonomian secara makro, menjadi bahan kajian bagi otoritas pasar uang dan pasar modal dalam mengeluarkan kebijakan bagi perkembangan ekonomi Islam di Indonesia. Di samping itu juga menjadi data dan informasi bagi para pelaku pasar dalam mengambil keputusan investasi di industri perbankan, bursa efek, serta lembaga keuangan lainnya yang menginginkan transaksi yang berbasis ekonomi Islam, menjadi referensi bagi pakar ekonomi maupun pengamat ekonomi yang tertarik dengan instrumen keuangan surat berharga syariah dan menjadi referensi untuk penelitian lanjutan, dalam ruang lingkup yang rinci serta lebih komprehensif.

## **DAFTAR PUSTAKA**

- Arifin, Zainul, *Memahami Bank Syariah, Lingkup Peluang Tantangan dan Prospek*, Cet.3, Jakarta: Alvabet, 2000.
- Aribowo, Bambang, Enam Saham Baru Masuk JII, Siaran Pers, BEJ, 2003.
- Bakhri Saiful, *Ekonomi Syariah Dalam Sorotan*, Jakarta: Yayasan Amanah, 2003
- Bursa Efek Surabaya, Annual Report 2003.
- Dewan Syariah Nasional (DSN) adalah salah satu lembaga yang dibentuk oleh Majelis Ulama Indonesia (MUI) berdasarkan SK. Nomor: 98/MUI/III/2001 untuk menangani fatwa, perencanaan, kebijakan dan penanganan masalah yang berkaitan dengan aktifitas lembaga keuangan syariah.
- Harisman, Kebijakan Pengembangan Perbankan Syariah di Indonesia, Semiloka Nasional Pasca Sarjana UIN Syarif Hidayatullah, Jakarta, 23-24 Juli 2001.
- Himpunan Fatwa Dewan Syariah Nasional untuk Lembaga Keuangan Syariah Edisi kedua, Tahun 2005
- Karim Business Consulting, 2004.
- Kemala, Dewi, *Aspek-aspek Hukum dalam Perbankan dan Perasuransian Syariah di Indonesia*, Jakarta : Kencana, 2005
- Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor : 22 Tahun 1997 tentang Jenis dan Penyetoran Penerimaan Negara
- Tim Moneter Bank Indonesia, Kebijakan Pemerintah Untuk Menyelamatkan Perekonomian Nasional, Buletin Bulanan, Bank Indonesia, 2003
- Surat berharga kepemilikan atas benda bergerak atau tidak bergerak yang berlaku pada bukti kepemilikan kendaraan bermotor (BPKB) dan sertifikat hak milik (SHM).