

BAB II

PENERBITAN SUKUK MUDHARABAH DAN TINGKAT KECUKUPAN MODAL BANK SYARIAH

2.1 Penerbitan *Sukuk*

2.1.1 Pengertian *Sukuk*

Sebagai salah satu bentuk instrumen keuangan syariah yang telah banyak diterbitkan baik oleh negara maupun korporasi adalah sukuk atau lebih dikenal dengan obligasi syariah. Kata *sukuk* pertama kali diperkenalkan kembali dan diajukan sebagai salah satu alat keuangan Islam pada rapat ulama fiqih sedunia yang diselenggarakan oleh *Islamic Development Bank* (IDB) pada tahun 2002. Secara singkat AAOIFI (*The Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions*) mendefinisikan sukuk sebagai sertifikat bernilai sama yang merupakan bukti kepemilikan yang tidak dibagikan atas suatu aset, hak manfaat dan jasa-jasa atau kepemilikan atas proyek atau kegiatan investasi tertentu.²¹

Dalam upaya mengembangkan *sukuk* pemerintah maupun korporasi berusaha bekerjasama dengan beberapa lembaga keuangan baik bank maupun non bank, untuk lebih mempopulerkan instrumen syariah yaitu sukuk. upaya mengembangkan dan meluncurkan surat berharga mirip obligasi yang sesuai syariah sebetulnya pernah dilakukan di beberapa negara di timur tengah yaitu,

²¹ AAOIFI (*The Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions*)

pada 1978 oleh Yordania Pemerintah setempat mengizinkan Bank Islam Jordan menerbitkan obligasi Islami yang dikenal dengan obligasi *mukharadah*. Hal ini kemudian diikuti dengan diterbitkannya *Muqaradah Bond Act* 1981. Upaya senada juga dilakukan Pakistan yang menerbitkan undang-undang (UU) khusus yang disebut Peraturan tentang Perusahaan Mudarabah dan Aturan Pengembangan dan Kontrol Mudarabah 1980. Sayangnya, tidak satupun dari semua upaya ini yang menghasilkan aktivitas berarti karena minimnya infrastruktur yang sesuai dan kurangnya transparansi dalam pasar tersebut.

Obligasi Islam di dunia Internasional dikenal dengan *sukuk*. *Sukuk* berasal dari bahasa Arab *sak* (tunggal) dan *sukuk* (jamak) yang memiliki arti serupa dengan sertifikat atau *note*. Dalam pemahaman praktisnya, *sukuk* merupakan bukti (*claim*) kepemilikan. Sebuah *sukuk* mewakili kepentingan, baik penuh maupun proposional dalam sebuah atau sekuumpulan aset.

Berdasarkan fatwa Dewan Syariah Nasional No. 32/DSN-MUI/IX/2002 Tentang Obligasi Syariah, dijelaskan obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten, kepada investor (pemegang obligasi) yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada investor berupa bagi hasil/margin/*fee* serta membayar kembali dana investasi pada saat jatuh tempo.

Menurut pendapat lain *sukuk* (obligasi syariah) adalah sertifikat yang berisi kontrak antara investor dan perusahaan yang menyatakan bahwa

investor sebagai pemegang *sukuk* tersebut telah meminjamkan sejumlah uang kepada perusahaan. Perusahaan yang menerbitkan *sukuk* mempunyai kewajiban untuk membayar *coupon* secara berkala sesuai dengan jangka waktu yang telah ditetapkan dan pokok pinjaman pada saat jatuh tempo.²²

Menurut peraturan Bapepam dan LK Nomor IX.A.13 memberikan definisi sukuk adalah 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 aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.²³

Berdasarkan berbagai pengertian di atas, dapat penulis simpulkan bahwa sukuk adalah surat berharga jangka panjang yang dikeluarkan emiten (perusahaan maupun korporasi) yang merupakan bukti kepemilikan atas suatu aset nyata (*underlying asset*) yang digunakan perusahaan emiten sebagai alternatif sumber pendanaan dalam rangka memperluas aktivitas usahanya, yang mewajibkan emiten untuk membayar keuntungan kepada pemegang sukuk berupa bagi hasil/margin/*fee* dan pokok pinjaman pada saat jatuh tempo. Dengan demikian sukuk berbeda dengan Obligasi Konvensional yang diartikan sebagai surat utang berjangka.

Proses penerbitan sukuk biasanya dilakukan di pasar modal, namun untuk lebih mempopulerkan instrumen syariah ini pemerintah maupun

²² Najmudin. 2011. *Manajemen Keuangan dan Aktualisasi Syari'iyah Modern*. Yogyakarta :Andi. Hlm. 259

²³ Keputusan Badan Pengawas Pasar Modak dan Lembaga Keuangan No. KEP 130/2006 Peraturan No. IX.A.13

korporasi bekerjasama dengan beberapa lembaga keuangan syariah baik bank maupun non bank, dengan pihak-pihak yang ditunjuk oleh pemerintah sebagai agen penjual *sukuk*.

2.1.2 jenis-jenis sukuk

Sukuk, berdasarkan strukturnya terdapat berbagai jenis, yang dikenal secara international dan telah mendapatkan endorsement dari The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) adalah:

- ***Sukuk Ijarah*** : Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad ijarah, dimana satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menyewakan hak manfaat atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga dan periode yang disepakati, tanpa diikuti perpindahan kepemilikan aset itu sendiri.
- ***Sukuk Mudharabah***: Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad mudharabah, dimana satu pihak menyediakan modal (rab-al-maal/shahibul maal) dan pihak lain menyediakan tenaga dan keahlian (mudharib), keuntungan dari kerjasama tersebut akan dibagi berdasarkan proporsi perbandingan (nisbah) yang disepakati sebelumnya. Kerugian yang timbul akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak penyedia modal, sepanjang kerugian tersebut tidak ada unsur moral hazard (niat tidak baik dari mudharib).

Mudharabah adalah akad kerjasama suatu usaha antara dua pihak dimana pihak pertama (malik, shabi al-amal, LKS) menyediakan seluruh modal, sedangkan pihak kedua ('amil, mudharib, nasabah) bertindak selaku pengelola, dana keuntungan usaha bagi diantara mereka sesuai kesepakatan yang dituangkan dalam kontrak. Diatur dalam fatwa DSN-MUI No. 07/DSN-MUI/IV/2000.

Secara umum landasan dasar Syariah Al-Mudharabah lebih mencerminkan anjuran untuk melakukan usaha. Seperti Firman Allah, (QS. Al Jummuah : 10)

فَإِذَا قُضِيَتِ الصَّلَاةُ فَانْتَشِرُوا فِي الْأَرْضِ وَابْتَغُوا مِنْ فَضْلِ اللَّهِ وَاذْكُرُوا
اللَّهَ كَثِيرًا لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴿١٠﴾

10. apabila telah ditunaikan shalat, Maka bertebaranlah kamu di muka bumi; dan carilah karunia Allah dan ingatlah Allah banyak-banyak supaya kamu beruntung.²⁴

Menurut ulama *madzhab* Syafi'i Mudharabah adalah *akad* (transaksi) antara dua orang atau lebih, diantara yang satu menyerahkan harta atau modal kepada pihak kedua untuk dijalankan usaha, dan masing-masing mendapatkan keuntungan dengan syarat-syarat tertentu.

Dalam Al-Qur'an telah dijelaskan bahwa kerjasama itu dianjurkan, pada surat Shaad ayat 24 mendukung adanya kerjasama kemitraan akan tetapi dalam kerjasama itu rentan terjadinya pengkhianatan kecuali orang-orang yang beriman dan mengerjakan amal saleh.

²⁴ DEPAG RI. 2004

قَالَ لَقَدْ ظَلَمَكَ بِسُؤَالِ نَعَجْتِكَ إِلَىٰ نِعَاجِهِ ۖ وَإِنَّ كَثِيرًا مِّنَ الْخُلَطَاءِ لَيَبْغِي بَعْضُهُمْ
 عَلَىٰ بَعْضٍ إِلَّا الَّذِينَ ءَامَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَقَلِيلٌ مَّا هُمْ ۗ وَظَنَّ دَاوُدُ أَنَّمَا
 فَتَنَهُ فَاسْتَغْفَرَ رَبَّهُ ۖ وَحَرَّ رَاكِعًا وَأَنَابَ ﴿٦٤﴾

Daud berkata: "Sesungguhnya Dia telah berbuat zalim kepadamu dengan meminta kambingmu itu untuk ditambahkan kepada kambingnya. dan Sesungguhnya kebanyakan dari orang-orang yang berserikat itu sebahagian mereka berbuat zalim kepada sebahagian yang lain, kecuali orang-orang yang beriman dan mengerjakan amal yang saleh; dan Amat sedikitlah mereka ini". dan Daud mengetahui bahwa Kami mengujinya; Maka ia meminta ampun kepada Tuhannya lalu menyungkur sujud dan bertaubat.

Hadist Rasulullah saw yaitu,

أَنَّ النَّبِيَّ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَآلِهِ وَسَلَّمَ قَالَ: ثَلَاثٌ فِيهِنَّ الْبِرْكَةُ: الْبَيْعُ
 إِلَىٰ أَجَلٍ، وَالْمُقَارَضَةُ، وَخَلْطُ الْبُرِّ بِالشَّعِيرِ لِلْبَيْتِ لَا لِلْبَيْعِ. (رَوَاهُ
 ابْنُ مَاجَهَ)

Tiga perkara yang didalamnya terdapat keberkahan: menjual dengan pembayaran secara tangguh, muqaradhadh (nama lain dari mudharabah), dan mencampur gandum dengan tepung untuk keperluan rumah dan tidak untuk dijual” (HR. Ibnu Majah)

كَانَ الْعَبَّاسُ بْنُ عَبْدِ الْمَطْلُبِ رَضِيَ اللَّهُ عَنْهُ إِذَا دَفَعَ مَالًا مُضَارَبَةً اشْتَرَطَ
 عَلَىٰ صَاحِبِهِ أَلَّا يَسِيرَ بَرًّا وَلَا بَحْرًا وَلَا يَنْزِلَ بِهِ وَادِيًا وَلَا يَشْتَرِيَ بِهِ ذَاتَ
 كَبِدٍ رَطْبَةً فَإِذَا فَعَلَ ذَلِكَ فَهُوَ ضَامِنٌ فَرَفَعَ شَرْطَهُ إِلَى النَّبِيِّ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ
 وَسَلَّمَ فَأَجَازَهُ

Abbas bin Abdul Muthallib (paman Nabi) jika menyerahkan harta sebagai mudharabah, ia mensyaratkan kepada mudharib (pengelola) nya agar tidak menjelajah daratan, tidak mengarungi lautan dan tidak menuruni lembah, serta tidak membeli hewan ternak. Jika persyaratan itu dilanggar, ia

(mudharib/pengelola) harus menanggung resikonya. Ketika persyaratan yang ditetapkan Abbas itu didengar Rasulullah, beliau membenarkannya

Kandungan Fiqh

الأَصْلُ فِي الْمَعَامَلَاتِ الْإِبَاحَةُ إِلَّا أَنْ يَدُلَّ دَلِيلٌ عَلَى تَحْرِيمِهَا

“Pada dasarnya, semua bentuk muamalah boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkannya.”

- **Sukuk Musyarakah** : Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad musyarakah, dimana dua pihak atau lebih bekerjasama menggabungkan modal untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang sudah ada, atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan maupun kerugian yang timbul ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing pihak.
- **Sukuk Istishna** : Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad istishna, dimana para pihak menyepakati jual-beli dalam rangka pembiayaan suatu proyek atau barang. Adapun harga, waktu penyerahan dan spesifikasi proyek/barang ditentukan terlebih dahulu berdasarkan kesepakatan.

Sukuk kini telah menjadi bagian yang tak terpisahkan dalam sistem keuangan global. Pada tahun 2007, nilai sukuk yang diperdagangkan di pasar global telah meningkat lebih dari dua kali dibandingkan tahun 2006, dan mencapai US\$62 miliar dibandingkan tahun 2006 sebesar US\$27 miliar. Dari tahun 2001 hingga tahun 2006, Sukuk mengalami pertumbuhan rata-rata

sebesar 123%. Berdasarkan proyeksi S&P, dalam lima tahun ke depan, pasar sukuk dapat menembus level US\$100 miliar, tergantung pada kondisi stabilitas pasar kredit. Sementara itu, Moody's memperkirakan bahwa pasar sukuk akan meningkat sebesar 35% per tahun. Pada tahun 2010, pasar sukuk global diperkirakan dapat menembus hingga US\$200 miliar, terutama ditopang oleh negara-negara di kawasan Teluk, Inggris, Jepang, dan Thailand.

Pengembangan sukuk sangat didukung regulator dan pemerintah di kawasan Teluk dan Asia. Kini, semakin banyak negara yang telah menerbitkan sukuk sebagai instrumen pembiayaan. Pada tahun 2007, telah ada 10 negara yang menerbitkan sukuk, padahal pada tahun 2001 baru ada 2 negara. Uni Emirat Arab (UEA) dan Malaysia masih mempertahankan sebagai negara penerbit sukuk terbesar di dunia. Pada tahun 2007, lebih dari US\$25 miliar sukuk (atau sekitar 75% dari seluruh sukuk yang diterbitkan di seluruh dunia pada tahun itu) adalah sukuk yang diterbitkan oleh UEA dan Malaysia. Sementara itu, Malaysia sendiri menguasai sekitar 66% dari seluruh penerbitan sukuk di dunia.

Sebagaimana disebut di atas, perkembangan sukuk di Indonesia sesungguhnya bermula karena adanya inisiatif dari swasta. Dukungan yang kurang dari pemerintah dan regulator terhadap perkembangan sukuk ini, menyebabkan posisi Indonesia dalam pasar keuangan syariah global tidak mendapatkan tempat yang semestinya. Hingga saat ini, baru terdapat sekitar 20 sukuk yang diakui sebagai emiten syariah oleh Bapepam.

Dengan diberlakukannya UU Sukuk Negara, diperkirakan perkembangan pasar sukuk di Indonesia bakal lebih semarak dibandingkan sebelumnya. Terlebih lagi, minat investor terhadap sukuk ini sangat besar, sebagaimana ditunjukkan dari perkembangan sukuk global saat ini. Tahun ini pemerintah memang memfokuskan diri untuk pengembangan pasar sukuk domestik. Jika penerbitan perdana ini sukses, diperkirakan akan semakin menarik investor asing, khususnya dari Timur Tengah, untuk masuk ke pasar keuangan syariah di Indonesia.

Namun demikian, pasar sukuk di Indonesia masih menghadapi sejumlah tantangan. Pertama, pasar keuangan syariah di Indonesia tidak terlalu likuid. Penyebabnya, pangsa pasarnya yang relatif kecil, yaitu kurang dari 5% dari seluruh sistem keuangan di Indonesia. Kecilnya pangsa pasar keuangan syariah ini diperkirakan akan menyebabkan pertumbuhan pasar sukuk domestik akan tetap terbatas. Oleh karenanya, bila langkah perdana pemerintah menerbitkan sukuk domestik berhasil, selanjutnya perlu dibuka pasar sukuk global sebagai benchmark bagi penerbitan sukuk global lainnya, baik sovereign sukuk maupun corporate sukuk.

Selain itu, regulasi yang masih dirasakan menghambat perkembangan pasar sukuk domestik juga perlu dibenahi, sebagaimana yang terdapat dalam Peraturan Bank Indonesia (PBI) No. 5/12 tahun 2004. Dalam PBI tersebut, bank yang memiliki sukuk agar memegangnya hingga jatuh tempo. Meski

aturan ini penting untuk menjaga aspek kesyariahan bank syariah, namun PBI ini perlu direvisi agar tidak menghambat likuiditas pasar sukuk.

Kedua, belum adanya kepastian masalah perpajakan terkait dengan transaksi yang melibatkan investor sukuk. Permasalahan perpajakan ini tidak hanya terkait dengan sukuk, namun menyangkut transaksi keuangan syariah secara keseluruhan. Isu yang paling mengemuka adalah adanya *double taxation* dalam transaksi keuangan syariah.

Ketiga, kebanyakan produk keuangan syariah bersifat “*debt-based*” atau “*debt-likely*”. Padahal, idealnya keuangan syariah adalah “*profit-loss sharing*”. Ini terlihat dari komposisi tingkat kupon sukuk yang dibayarkan masih mendasarkan pada tingkat suku bunga tertentu. Sehingga, tidak mengherankan jika AAOIFI memberikan penilaian bahwa sekitar 85% sukuk belum sesuai dengan syariah. Oleh karena itu, bagi Indonesia perlu pengembangan inovasi dan struktur sukuk yang lebih beragam.

2.1.3 Karakteristik Sukuk

Sebagai salah satu efek syariah sukuk memiliki karakteristik yang berbeda dengan obligasi. *Sukuk* bukan merupakan surat utang, melainkan bukti kepemilikan bersama atas suatu aset/proyek. Setiap *sukuk* yang diterbitkan harus mempunyai aset yang dijadikan dasar penerbitan (*underlying asset*). Klaim kepemilikan pada sukuk didasarkan pada

aset/proyek yang spesifik. Penggunaan dana sukuk harus digunakan untuk kegiatan usaha yang halal. Imbalan bagi pemegang *sukuk* dapat berupa imbalan, bagi hasil, atau margin, sesuai dengan jenis akad yang digunakan dalam penerbitan *sukuk*²⁵. Sedangkan dalam literatur lain disebutkan bahwa karakteristik *sukuk* adalah merupakan bukti kepemilikan suatu aset berwujud atau hak manfaat pendapatan berupa imbalan, margin, dan bagi hasil, sesuai jenis akad yang digunakan terbebas dari unsur *riba*, *gharar*, dan *maisir*; penerbitannya melalui *Special Purpose Vehicle* (SPV) memerlukan *underlying asset*; dan, penggunaan *proceeds* (hasil jual) harus sesuai prinsip syariah. DR. Hussein Syahattah menjelaskan karakteristik *sukuk* dengan, satuan unit investasi pokok modal sukuk mempunyai nilai yang rata dan sama, jumlah *sukuk* yang dimiliki investor menggambarkan persentase kepemilikan dan haknya terhadap bagian yang tidak tertentu (tidak terpisahkan atau tidak terbagi (*syuyu'/undivided share*) dari aset suatu proyek yang sedang berlangsung.²⁶

Aset yang dijadikan dasar sukuk dapat berwujud aset tetap, aset yang beredar, atau hak-hak maknawiyah, dan sebagainya. Peredaran sukuk harus melalui perantaraan sistem dan proses yang diperbolehkan secara syar'i dan juga undang-undang. Di mana investor (pemegang sukuk) mempunyai hak untuk memindahkan kepemilikan, menggadaikan, menghibahkan, dan

²⁵ Husein Syahatah dan Athiyah Fayyadh. 2004. *Bursa Efek: Tuntulah Islam dalam Transaksi di Pasar Modal*. Surabaya: Pustaka Progresif. Hlm. 144.

²⁶ Muhammad Antonio Syafi'i, *Bank Syariah: Dari Teori Ke Praktek*, (Jakarta :Gema Insani Press,2001), hlm.160.

transaksi keuangan melalui perusahaan perantara atau badan lainnya yang mendapatkan izin sesuai undang-undang yang berlaku. *Sukuk* Islami mempunyai sifat dasar keterlibatan yang sama dalam keuntungan dan kerugian, sebagaimana dalam saham.

2.2. Perbedaan *Sukuk* dengan Obligasi

2.2.1. Pengertian Singkat Obligasi

Sadanaat (Obligasi) adalah bentuk plural dari sanad yang secara bahasa berarti menghimpun sesuatu dengan sesuatu yang lain. Obligasi atau surat utang, dalam bahasa Arab, disebut juga dengan istilah “sanadat”. Dalam Kamus Besar Bahasa Indonesia hlm. 623, obligasi memiliki dua pengertian. Yang pertama, surat pinjaman dengan bunga tertentu dari pemerintah yang dapat diperjualbelikan. Yang kedua, surat utang berjangka waktu lebih dari satu tahun dan bersuku bunga tertentu yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menarik dana dari masyarakat guna menutup pembiayaan perusahaan.

Obligasi atau bond, adalah surat hutang jangka panjang yang dikeluarkan oleh emiten (peminjam) dapat berupa badan hukum/ perusahaan atau pemerintah yang memerlukan dana untuk kebutuhan operasi maupun ekspansi mereka, dengan kewajiban untuk membayar kepada bond holder (pemegang obligasi) sejumlah bunga tetap yang telah ditetapkan sebelumnya.

Investasi pada obligasi memiliki potensial keuntungan lebih besar dari pada produk perbankan. Keuntungan berinvestasi di obligasi adalah memperoleh bunga dan kemungkinan adanya *capital gain*.

Definisi lainnya, obligasi adalah sertifikat yang berisi kontrak antara investor dan perusahaan, yang menyatakan bahwa investor tersebut/pemegang obligasi telah meminjamkan sejumlah uang kepada perusahaan. Sertifikat ini diterbitkan oleh perusahaan atau negara. Menyerupai sebuah pinjaman bertempo lama, didapatkan dengan cara investasi.²⁷

Jadi obligasi (*bond*) dapat didefinisikan sebagai utang jangka panjang yang akan dibayar kembali pada saat jatuh tempo dengan bunga yang tetap jika ada. Dari definisi ini dapat dimengerti bahwa obligasi adalah suatu utang atau kewajiban jangka panjang (*bond*), sedangkan utang jangka pendek disebut juga dengan *bill*. Nilai utang dari obligasi ini dinyatakan di dalam surat utangnya. Obligasi mempunyai jatuh tempo, berarti mempunyai lama waktu pelunasannya yang sudah ditentukan. Bunga dari obligasi adalah tetap (misalnya 14% setahun) jika ada dan ditentukan. Karena obligasi membayar bunga yang besarnya tetap (*fixed calim*), maka obligasi dikenal juga sebagai sekuritas pendapatan tetap, ada juga obligasi yang tidak membayar bunga (*zero coupon bound*). Dengan demikian dapat penulis simpulkan, bahwa obligasi adalah surat utang yang dikeluarkan pemerintah maupun korporasi

²⁷ Jogiyanto, Hartono. 2008. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta : BPFE Yogyakarta. Hlm. 146

dengan tujuan mendapatkan dana tambahan guna memperluas aktivitas usahanya, yang dengan hal itu, menimbulkan kewajiban bagi penerbit obligasi untuk membayar bunga (*coupon*) secara berkala sebagai keuntungan bagi pemegang obligasi beserta pokok pinjaman pada saat jatuh tempo. Berdasarkan pengertian dan karakteristik *sukuk* yang telah dipaparkan, maka dapat diketahui bahwa *sukuk* berbeda dengan konsep obligasi konvensional yang sudah dikenal di kalangan praktisi dan masyarakat pada umumnya. Pasal 1 Keputusan RI No. 755/MK011/19822 menyebutkan bahwa obligasi adalah sejenis efek berupa surat pengakuan utang atas pinjaman uang dari masyarakat dalam bentuk tertentu, untuk jangka waktu sekurang-kurangnya tiga tahun dengan menjanjikan imbalan bunga yang jumlah serta pembayarannya telah ditentukan terlebih dahulu oleh emiten.²⁸ Jadi obligasi (*bond*) dapat didefinisikan sebagai utang jangka panjang yang akan dibayar kembali pada saat jatuh tempo dengan bunga yang tetap jika ada. Obligasi merupakan *fixed income* securit yang memberikan bunga kepada pemegangnya sebagai pendapatan *bondholder*. Ringkasan dari pendapat para ahli *fikh* dan *majma' buhuth* (dewan riset *fikh*) adalah bahwa obligasi merupakan hutang ribawi dan keuntungannya, baik dinamakan dengan keuntungan, *mukafaah* atau bunga, adalah riba yang diharamkan secara syar'i dan merupakan pendapatan yang nonhalal. Hal ini berbeda dengan *sukuk* yang dalam operasionalnya menggunakan akad yang sesuai dengan prinsip syariah, sehingga pendapatan para pemegang *sukuk* berupa bagi

²⁸ Pasal 1 Keputusan RI No. 755/MK011/19822

hasil/*margin/fee* yang dihentikan secara syar'i. Selain dari segi akad dan pendapatan yang halal, perbedaan antara sukuk dan obligasi konvensional adalah adanya syarat *underlying asset* dalam penerbitan sukuk.

2.2.2 Jenis-jenis Obligasi

Sebagai salah satu sumber pendanaan bagi perusahaan maupun perbankan, obligasi memiliki beberapa jenis yaitu:

1. Obligasi suku bunga tetap, memiliki kupon bunga dengan besaran tetap yang dibayar secara berkala sepanjang masa berlakunya obligasi.
2. Obligasi suku bunga mengambang, atau biasa juga disebut dengan *Floating rate note* (FRN) memiliki kupon yang perhitungannya besaran bunganya mengacu pada suatu indeks pasar uang seperti Libor atau Eurib
3. Junk bond, atau "obligasi berimbal hasil tinggi" adalah obligasi yang memiliki peringkat dibawah peringkat investasi yang diberikan oleh lembaga pemeringkat kredit. Oleh karena obligasi jenis ini memiliki risiko yang cukup tinggi maka investor mengharapkan suatu imbal hasil yang lebih tinggi.
4. Obligasi tanpa bunga, atau lebih dikenal dengan istilah (*zero coupon bond*) adalah obligasi yang tidak memberikan pembayaran bunga. Obligasi ini diperdagangkan dengan pemberian potongan harga dari nilai pari. Pemegang obligasi menerima secara penuh pokok hutang pada saat jatuh tempo obligasi.

5. Obligasi inflasi, atau lebih dikenal dengan sebutan (*Inflation linked bond*), dimana nilai pokok utang pada obligasi tersebut adalah mengacu pada indeks inflasi. Suku bunga pada obligasi jenis ini lebih rendah daripada obligasi suku bunga tetap . Namun dengan bertumbuhnya nilai pokok utang sejalan dengan inflasi, maka pembayaran pelunasan obligasi ini akan meningkat pula.
6. Obligasi indeks, lainnya, adalah surat utang berbasis ekuiti (*equity linked note*) dan obligasi yang mengacu pada indeks yang merupakan indikator bisnis seperti penghasilan, nilai tambah ataupun pada indeks nasional seperti Produk domestik bruto.
7. Obligasi subordinasi, obligasi yang memiliki peringkat prioritas lebih rendah dibandingkan obligasi lainnya yang diterbitkan oleh penerbit dalam hal terjadinya likuidasi. Dalam hal terjadinya kepailitan maka ada hirarki dari para kreditur. Pertama adalah pembayaran dari likuidator, kemudian pembayaran utang pajak, dan lain-lain. Pemegang obligasi yang pembayarannya diutamakan adalah obligasi yang memiliki tanggal penerbitan paling awal yang disebut obligasi senior, setelah obligasi ini dilunasi maka barulah pembayaran pelunasan obligasi subordinasi dilakukan. Oleh karena risikonya lebih tinggi maka obligasi subordinasi ini biasanya memiliki peringkat kredit lebih rendah daripada obligasi senior. Contoh utama dari obligasi subordinasi ini dapat ditemui pada obligasi yang diterbitkan oleh perbankan dan pada Efek Beragun Aset .

Penerbitan yang berikutnya umumnya dilakukan dalam bentuk "tranches.

Senior tranches dibayar terlebih dahulu dari *tranches* subordinasi.

Dari uraian singkat diatas tentang obligasi dapat disimpulkan bahwa obligasi dengan sukuk jelas berbeda baik dari segi akad, sifat dan regulator yang menjaminkannya. Berikut perbedaan singkat anatara sukuk dengan obligasi yang dinyatakan dengan tabel dibawah ini.

Tabel 2.1

Akad (Transaksi)	Tidak Ada	Mudharabah (Bagi Hasil)
Jenis Transaksi		Uncertainty Contract
Sifat	Surat Hutang	Investasi
Harga Penawaran	100%	100%
Pokok Obligasi saat Jatuh tempo	100%	100%
Kupon	Bunga	Pendapatan/Bagi Hasil
Return	Float/Tetap	Indikatif berdasarkan Pendapatan/Income
Fatwa Dewan Syariah Nasional		No. 33/DSN-MUI/IX/2002
Jenis Investor	Konvensional	Konvensional/Syariah

Selain itu *sukuk* juga sering disamakan dengan obligasi, bahkan dengan produk-produk pasar modal konvensional lainnya.²⁹ Perbedaan *sukuk* dan produk-produk pasar modal konvensional adalah sebagai berikut:

²⁹ Nurul Huda dan Mustafa Edwin Nasution, *Investasi pada Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Kencana .

Tabel 2.2
Perbedaan Sukuk dan Produk-produk Pasar Modal

Dibandingkan		
Obligasi Konvensional	Obligasi yang murni mewakili utang penerbit	Sukuk mewakili pihak yang memiliki aset yang berwujud dan jelas
Saham	Saham mewakili pihak yang mewakili seluruh perusahaan	Sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan akan mewakili sepenuhnya kepemilikan perusahaan pada aset, proyek, jasa dan kegiatan tertentu yang berhubungan dengan perusahaan
Derivatif	Derivatif mewakili turunan berganda dari kontrak yang berbeda yang dibuat dari kontrak dasar utama	Sukuk berhubungan hanya dengan satu kontrak dan memelihara kesimbangan aset sepanjang waktu
Sekuritas	Secara umum berhubungan dengan mengubah pinjaman dan tagihan dalam berbagai jenis menjadi sekuritas yang dapat dipasarkan dengan mengemas pinjaman menjadi satu kesatuan, kemudian menjual saham kepemilikan	Sukuk menurut definisi (AAOIFI) adalah sertifikat yang bernilai sama yang mewakili bagian kepemilikan yang sepenuhnya dari aset yang tangible

2.3 Pihak-pihak yang Terlibat dalam Penerbitan Sukuk

Dalam penerbitan sukuk, akan melibatkan beberapa pihak yang saling terkait satu dengan yang lainnya, pihak-pihak tersebut menurut Sunarsih adalah:

1. **Obligor**, adalah pihak yang bertanggungjawab atas pembayaran imbalan dan nilai nominal sukuk yang diterbitkan sampai dengan sukuk jatuh tempo.
2. **Special Purpose Vehicle (SPV)** adalah badan hukum yang didirikan khusus untuk penerbitan sukuk dengan fungsi: (i) sebagai penerbit sukuk, (ii) menjadi *counterpart* Pemerintah dalam transaksi pengalihan aset, (iii) bertindak sebagai wali amanat (*trustee*) untuk mewakili kepentingan investor.
3. **Wali Amanat (trustee)**, untuk mewakili kepentingan investor.
4. **Investor**, adalah pemegang sukuk yang memiliki hak atas imbalan, marjin, dan nilai nominal sukuk sesuai partisipasi masing-masing.

Secara umum untuk memenuhi kebutuhan dana perbankan dalam menjalankan aktivitasnya, perusahaan atau perbankan dapat memilih alternatif sumber dana tambahan, antara lain melalui saham ataupun obligasi. Biasanya baik perusahaan ataupun perbankan cenderung lebih memilih saham karena karakteristiknya yang lebih *flexible*. Namun, jika dilihat dari keleluasaan dalam pengambilan keputusan dan selektif untuk memilih transaksi dengan resiko rendah, perusahaan atau perbankan lebih memilih obligasi dari pada saham.

Sejak tahun 2002, di Bursa Efek Indonesia diperdagangkan instrumen keuangan baru yaitu *sukuk* (obligasi syariah). *Sukuk* diterbitkan selain untuk menutupi kebutuhan modal kerja juga bisa digunakan untuk pembangunan infrastruktur baik oleh perusahaan, perbankan, maupun

pemerintah. Dengan demikian sukuk bisa dimanfaatkan sebagai alternatif sumber pendanaan bagi perusahaan.³⁰

Sukuk sebagai sumber pendanaan bagi perusahaan lebih kompetitif dibandingkan dengan obligasi konvensional, hal itu disebabkan

1. Kemungkinan memperoleh dari bagi hasil lebih tinggi dari pada obligasi konvensional.
2. Obligasi syariah aman karena digunakan untuk mendanai proyek-proyek yang prospektif, halal dan berdasarkan *underlying asset* yang jelas.
3. Bila terjadi kerugian (di luar kontrol) investor tetap memperoleh aktiva.
4. Bukan merupakan surat utang, tapi surat investasi.

2.4 Penyediaan Modal Minimum Bank (Kecukupan Bank)

Dalam peraturan Bank Indonesia nomer 5/12/PBI/2003 tanggal 17 juli 2003 tentang kewajiban penyediaan Modal minimum Bank dengan memperhitungkan risiko pasar peraturan permodalan bank di Indonesia pada prinsipnya mengakomodasikan standar permodalan bank yang berlaku secara internasional. Tujuannya untuk menciptakan sistem perbankan yang sehat dan mampu bersaing secara nasional dan internasional.

Tingkat kecukupan modal bank dinyatakan dengan satu rasio tertentu yang disebut dengan rasio kecukupan modal atau *Capital Adequacy Ratio* (CAR). Tingkat kecukupan modal ini dapat diukur dengan cara:

³⁰ Rachmat Firdaus, Maya Arianti, *Manajemen Perkreditan Bank Umum*, (Bandung : Alfabet, 2009), hlm: 103

1. Membandingkan dengan dana-dana pihak ketiga. Dilihat dari sudut perlindungan kepentingan para deposan, perbandingan antara modal dengan pos-pos pasiva merupakan petunjuk tingkat keamanan simpanan masyarakat pada bank. Perhitungannya merupakan rasio modal diaitkan dengan simpanan pihak ketiga (giro, deposito dan tabungan).
2. Membandingkan modal dengan aktiva beresiko. Ukuran kedua inilah yang dewasa ini menjadi kesepakatan BIS (Bank For Internasional Settlements), yaitu organisasi bank sentral dari negara-negara maju yang di sponsori oleh AS, Kanada, Eropa Barat, dan Jepang. Kesepakatan tentang ketentuan permodalan itu dicapai pada tahun 1998, dengan menetapkan CAR, yaitu rasio minimum yang didasarkan pada perbandingan modal dengan aktiva beresiko. BIS menetapkan ketentuan perhitungan CAR yang harus diikuti oleh bank-bank diseluruh dunia, yaitu rasio minimum 8% permodalan terhadap aktiva beresiko.

Pada dasarnya besaran CAR suatu bank dihitung dengan membagi besaran ATMR (Aktiva Tertimbang Menurut Risiko)nya. Sedangkan dalam pengertian modal dicakup baik modal inti maupun modal pelengkap. Dengan angka besaran presentase CAR tertentu bahwa modal tersebut mampu melindungi kepentingan *stakeholder* lain selain pemilik, dalam menghadapi berbagai jenis risiko yang dihadapi oleh bank tersebut.

Peranan bank sebagai lembaga intermediasi ini dilakukan melalui siklus perputaran dana dari sisi pasiva ke sisi aktiva tersebut secara bolak-balik, sambil menghasilkan net-return bagi bank. Dengan demikian, risiko yang dihadapi bank terutama bersumber pada kemungkinan kegagalan bank tersebut menjalankan peranannya sebagai lembaga intermediasi, yaitu jika terdapat risiko dimana dana penempatan bank pada sisi aktiva mmenghadapi hambatan dalam pencairannya kembali sebagai sumber pendanaan pada siklus intermediasi berikutnya.

Apabila kemacetan terjadi, maka manajemen bank akan menghadapi kesulitan dalam memenuhi kewajiban dalam memenuhi permintaan penarikan kembali dana-dana masyarakat dari bank tersebut. Pada gilirannya, risiko yang dialami pemilik bank berupa kesulitan pengembalian dana bagi masyarakat itu merupakan risiko pula bagi masyarakat yang menghimpun dananya pada bank tersebut. Risiko itu berupa tidak diperolehnya pembayaran bunga/bagi hasil dan pengembalian-pengembalian pokok dana yang diinvestasikannya pada bank. Hal itu dapat menimbulkan gejala dalam masyarakat dan sekaligus menghilangkan kepercayaan terhadap manajemen bank.

Dalam kaitan itulah diharapkan peranan sumber pendanaan yang berasal dari permodalan dapat berfungsi meredam kemungkinan gejala masyarakat yang terjadi akibat dari risiko tersebut. Dengan demikian, semakin besar rasio CAR. Peranan modal bank dalam meredamnya juga menjadi semakin besar, sehingga gejala masyarakat yang mungkin terjadi

itupun akan semakin dapat dikendalikan. Bersamaan itu pula, bank harus tetap mempertahankan kepercayaan masyarakat terhadap manajemen bank, kepercayaan ini akan dapat dibangun apabila bank berhasil mempertahankan dan bahkan meningkatkan besaran CARnya melalui return earning dan penambahan modal baru jika diperlukan.

Dalam penetapan besaran modal yang wajar dalam sebuah bank, manajemen harus mengatur sedemikian rupa, sehingga risiko yang dihadapi bank dapat dipikul secara adil antara pemegang saham dan unsur stakeholder bank lainnya.

Bank For International Settlement (BIS) yang berdasarkan pada kesepakatan antara bank-bank besar dunia menetapkan bahwa besaran CAR minimum yang wajib dipenuhi oleh sebuah bank adalah sebesar 8%, dan secara bertahap, risiko yang harus dipertimbangkan dalam menghitung ATMR adalah mencakup semua jenis risiko utama yang dihadapi oleh perbankan pada umumnya. Sebagaimana diketahui, hingga akhir tahun 2002 dalam perhitungan besaran ATMR, sesuai dengan ketentuan Bank Indonesia, bank baru mempertimbangkan masuknya unsur risiko kredit. Sedangkan unsur risiko kredit lainnya seperti risiko pasar risiko operasional dalam ATMR baru akan diterapkan secara bertahap dan terbatas, yaitu hanya dipersyaratkan bagi bank yang memenuhi kriteria-kriteria tertentu.³¹

³¹ Ramdhan Firmansyah. Ss.i, *Handout Kuliah Analisis Laporan Keuangan & Perbankan Syariah*, Fakultas Syariah Prodi Muamalah Keuangan & Perbankan Syariah : UNISBA, 2013 Hal 2.

Rasio kecukupan modal bank atau *Capital Adequacy Ratio* (CAR) dimaksudkan untuk mengukur permodalan suatu bank untuk menunjang aktiva yang menghasilkan maupun aktiva yang beresiko. Ketentuan besarnya CAR saat ini (berlaku sejak 2002) adalah minimal 8% dari Aktiva Tertimbang Menurut Resiko (ATMR) CAR dihitung dengan rumus: Modal Sendiri:ATMR mencakup aktiva yang tercantum dalam neraca maupun aktiva yang bersifat administratif sebagaimana tercermin pada kewajiban yang masih bersifat kontijen dan atau komitmen yang disediakan oleh bank untuk pihak ketiga. .³²

Penerbitan sukuk merupakan upaya Bank Muamalat untuk memperkuat struktur permodalan dalam mengimbangi pertumbuhan bisnis dan jaringannya di seluruh Indonesia. Tujuan perusahaan selain untuk memperkuat struktur permodalan secara berkelanjutan juga untuk meningkatkan *Capital Adequacy Ratio* (CAR), sehingga dengan adanya rencana tersebut maka diharapkan CAR bisa meningkat. Posisi CAR Bank Muamalat pada 2011 tercatat 12,05 persen, dengan adanya penerbitan sukuk tersebut, perusahaan mengahrapkan bisa naik sekira empat persen. "CAR absolut naik sekira empat persen. Namun kita juga ingin tumbuh, diharapkan 15-20 persen. Ini sejalan dengan pertumbuhan industri yang 21,4 persen," akunya lagi.³³

³² Zainul Arifin, *Dasar Manajemen Bank Syariah*, (Jakarta : Pustaka Alvabeta, 2005), cet.3, hlm.203

³³ Jogiyanto Hartono. 2008. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta : BPEE Yogyakarta.

Rumus: $CAR = \frac{\text{Modal Bank}}{\text{ATMR}} \times 100\%$

ATMR

Capital adequacy ratio merupakan indikator terhadap kemampuan bank untuk menutupi penurunan aktivasnya sebagai akibat kerugian-kerugian bank yang disebabkan oleh aktiva yang berisiko, dalam menjalankan fungsinya bank harus menjaga rasio kecukupan modalnya atau CAR (pasal 29 ayat 2 undang-undang Republik Indonesia No. 10 tahun 1998). Modal juga merupakan aspek yang sangat penting untuk menilai kesehatan bank karena itu berhubungan dengan solvabilitas bank. CAR yang harus dicapai oleh bank umum itu ditetapkan sekitar 8% dimana ketentuan mengenai jumlah CAR ini harus ditaati oleh semua bank umum. Hal ini dimaksudkan untuk meningkatkan disiplin dan profesionalisme bagi setiap bank untuk mengelola seluruh aktiva yang dimiliki untuk mendapatkan keuntungan bagi bank.

Modal digunakan untuk menilai seberapa besar kemampuan bank untuk menanggung risiko-risiko yang mungkin terjadi. Bank yang mempunyai tingkat risiko yang tinggi akan lebih solvabel, begitu juga sebaliknya bank yang mempunyai risiko yang kecil mengidentifikasikan bank tersebut kurang solvabel. Tingkat modal yang tinggi akan meningkatkan cadangan kas yang dapat digunakan untuk memperluas kreditnya, sehingga tingkat solvabilitas yang tinggi akan membuka peluang yang lebih besar bagi bank untuk meningkatkan profitabilitasnya. Sebaliknya bank yang tingkat solvabilitasnya rendah akan mengurangi kemampuan bank untuk meningkatkan profitabilitasnya.