

BAB II

KONSEP SUKUK MUDHARABAH DAN ROE (*RETURN ON EQUITY*)

2.1 Pasar Modal

2.1.1 Pengertian Pasar Modal Indonesia

Pasar modal adalah perdagangan instrumen keuangan (*sekuritas*) jangka panjang, antara lain : dalam bentuk modal sendiri (*stock*) maupun hutang (*bonds*), baik yang diterbitkan oleh pemerintah (*public authorities*) maupun oleh perusahaan swasta (*provate sector*).¹

Menurut Undang-undang pasar modal (UUPM) Nomor 8 Tahun 1995, Pasar Modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.² Dengan katalain dapat dikatakan, Pasar Modal adalah pasar abstrak yang memperjualbelikan dana-dana jangka panjang, yaitu dana yang keterikatannya dalam investasi lebih darisatu tahun.³

Sedangkan pengertian Pasar Modal secara Ekonomi Islam menurut Najmudin dapat diartikan sebagai pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip

¹Ahmad Rodoni, *Investasi Syariah*, cet 1, (Tangerang Lembaga Penelitian UIN Jakarta, 2009) hlm. 62.

² Undang-undang Pasar Modal (UUPM) Nomor 8 Tahun 1995.

³ Sawidji Widoatmodjo. 2009. *Pasar Modal : Pengantar & Studi Kasus*. Bogor : Ghalia Indonesia. Hlm. 11

syariah dalam kegiatan transaksinya dan terlepas dari hal yang dilarang seperti riba, perjudian, *gharar* yang berlebihan, *tadlis*, dan lain-lain.⁴

Berdasarkan beberapa pengertian mengenai pasar modal di atas, dapat penulis simpulkan bahwa pasar modal adalah suatu tempat yang memperjualbelikan efek-efek jangka panjang melalui penawaran umum, dan dalam transaksinya melibatkan pedagang efek sebagai perantara. Hal yang membedakan antara pasar modal dan pasar modal syariah terletak pada prinsip kegiatannya, yaitu pada pasar modal syariah kegiatan transaksinya harus berdasarkan prinsip-prinsip syariah dan terlepas dari hal yang dilarang seperti riba, perjudian, *gharar*, *tadlis*, dan lain-lain.

2.1.2 Tujuan dan Manfaat Pasar Modal

Adapun tujuan dan manfaat pasar modal menurut Samsul sebagaimana telah dikutip dari Mochamad Rizki Pratama,⁵ adalah sebagai berikut :

a. Sudut Pandang Negara

Pasar modal dibangun dengan tujuan menggerakkan perekonomian suatu negara melalui kekuatan swasta dan mengurangi beban negara. Negara memiliki kekuatan dan kekuasaan untuk mengatur bidang perekonomian tetapi tidak harus memiliki perusahaan sendiri. Tetapi negara mempunyai kewajiban membuat perundang-undangan agar pihak swasta dapat bersaing dengan jujur dan tidak terjadi monopoli.

⁴ Najmudin. 2011. *Manajemen Keuangan dan Aktualisasi Syari'iyah Modern*. Yogyakarta : Andi. Hlm. 257

⁵ Mochamad Rizki Pratama. *Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (sukuk) Terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia*. Skripsi S1 yang dipublikasikan

Negara tidak perlu membiayai pembangunan ekonominya dengan cara meminjam dana dari pihak asing, sepanjang pasarmodal dapat difungsikan dengan baik. Pinjaman dari pihak asing akan membebani APBN yang pada akhirnya akan dibebankan kepada rakyat melalui pungutan pajak.

b. Sudut Pandang Emiten

Pasar modal merupakan suatu sarana untuk mencari tambahan modal. Perusahaan berkepentingan untuk mendapatkan dana dengan biaya yang lebih murah dan hal itu bisa diperoleh di pasar modal. Karena modal pinjaman dalam bentuk obligasi lebih murah dari pada kredit jangka panjang perbankan. Jadi, pasar modal dapat menjadi sarana untuk memperbaiki struktur permodalan perusahaan.

c. Sudut Pandang Masyarakat

Dengan adanya pasar modal, maka masyarakat memiliki sarana baru untuk menginvestasikan uangnya. Investasi yang semula dilakukan dalam bentuk deposito, emas, tanah atau rumah sekarang dapat dilakukan dalam bentuk saham dan obligasi. Jika pasar modal ini berjalan dengan baik, jujur dan pertumbuhannya stabil maka dapat mendatangkan kemakmuran bagi masyarakat.

2.1.3 Jenis-jenis Pasar Modal

Pasar Modal dapat dikategorikan menjadi 4 pasar, antara lain⁶ :

⁶Abdul Aziz. 2008. *Ekonomi Islam : Analisis Mikro & Makro*. Yogyakarta : Graha Ilmu. Hlm 147

1. Pasar Perdana (*Primary Market*)

Pasar perdana adalah penawaran saham dari perusahaan yang menerbitkan saham (emiten) kepada investor selama waktu yang ditetapkan oleh pihak yang menerbitkan, sebelum saham tersebut diperdagangkan di pasar sekunder.

2. Pasar Sekunder (*Secondary Market*)

Pasar sekunder didefinisikan sebagai perdagangan saham setelah melewati masa penawaran pada pasar perdana. Jadi, pasar sekunder merupakan pasar di mana saham dan sekuritas lain diperjualbelikan secara luas, setelah melalui masa penjualan di pasar perdana. Harga dipasar sekunder ditentukan oleh permintaan dan penawaran antara pembeli dan penjual.

3. Pasar Ketiga (*Third Market*)

Pasar ketiga adalah tempat perdagangan saham atau sekuritas lain di luar bursa (*over the counter market*). Di Indonesia, pasar ketiga ini disebut bursa paralel. Bursa Pararel merupakan suatu sistem perdagangan efek yang terorganisasi di luar bursa efek resmi, dalam bentuk pasar sekunder yang diatur dan dilaksanakan oleh Perserikatan Perdagangan Uang dan Efek dengan diawasi dan dibina oleh badan Pengawas Pasar Modal.

4. Pasar Keempat (*Fourth Market*)

Pasar keempat merupakan bentuk perdagangan efek antar investor atau dengan kata lain pengalihan saham dari satu pemegang saham kepemegang lainnya tanpa melalui perantara perdagangan efek. Bentuk transaksi dalam perdagangan semacam ini biasanya dilakukan dalam jumlah besar (*block sale*).

2.1.4 Instrumen Pasar Modal

Instrumen Investasi yang diperdagangkan di Pasar Modal yaitu⁷ :

1. Saham adalah tanda bukti memiliki perusahaan dimana pemiliknya disebut juga sebagai pemegang saham.
2. Obligasi (*bonds*) adalah tanda bukti perusahaan memiliki utang jangka panjang kepada masyarakat yaitu di atas 3 tahun.
3. Bukti Right adalah hak untuk membeli saham pada harga tertentu dalam jangka waktu tertentu.
4. Waran adalah hak untuk membeli saham pada harga tertentu dalam jangka waktu tertentu.
5. Indeks saham dan Indeks Obligasi adalah angka indeks yang diperdagangkan untuk tujuan spekulasi dan lindung nilai (*Hedging*).

Sedangkan instrumen pasar modal syariah menurut Najmudin,⁸ adalah sebagai berikut:

1. Saham Syariah adalah sertifikat yang menunjukkan bukti kepemilikan pada suatu perusahaan, yang didalamnya terdapat ketentuan bahwa penyertaan modal harus dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang tidak melanggar prinsip-prinsip syariah. Di Indonesia, prinsip-prinsip penyertaan modal secara syariah tidak diwujudkan dalam bentuk saham syariah maupun non-syariah, melainkan berupa pembentukan indeks saham yang memenuhi prinsip-prinsip syariah.

⁷Muhammad Samsul. 2006. *Pasar Modal & Manajemen Portofolio*. Jakarta : Erlangga. Hlm 56.

⁸Najmudin. 2011. *Manajemen Keuangan dan Aktualisasi Syari'iyah Modern*. Yogyakarta : Andi. Hlm. 258.

Dalam hal ini, di Bursa Efek Indonesia terdapat *Jakarta Islamic Indeks (JII)* yang merupakan 30 saham yang memenuhi kriteria syariah yang diterapkan Dewan Syariah Nasional.

2. Obligasi Syariah adalah surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/*margin/fee*, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

3. Bukti *Right* adalah hak yang melekat pada saham yang termasuk dalam Daftar Efek Syariah (DES) yang memungkinkan para pemegang saham yang ada untuk membeli efek baru, termasuk saham, efek yang dapat dikonversikan menjadi saham, dan waran, sebelum ditawarkan kepada pihak lain.

4. Waran adalah efek yang diterbitkan oleh suatu perusahaan yang memberikan hak kepada pemegang efek yang termasuk dalam Daftar Efek Syariah (DES) untuk memesan saham dari emiten pada harga tertentu untuk jangka waktu enam bulan atau lebih sejak diterbitkannya.

5. Reksa Dana Syariah adalah sekumpulan saham, obligasi, serta efek lain yang termasuk dalam Daftar Efek Syariah (DES) yang dibeli oleh sekelompok investor dan dikelola oleh sebuah perusahaan investasi yang profesional. Dalam Reksa Dana Syariah, selain tingkat keuntungan juga harus mempertimbangkan kehalalan produk keuangannya.

2.2 Investasi

2.2.1 Pengertian Investasi

Kata investasi merupakan kata adopsi dari bahasa Inggris, yaitu *investment*. Kata *invest* sebagai kata dasar dari *investment* memiliki arti menanam. Dalam kamus istilah Pasar Modal dan Keuangan kata investasi diartikan sebagai penanaman uang atau modal dalam suatu perusahaan atau proyek untuk tujuan memperoleh keuntungan.

Sedangkan menurut Tandelilin sebagaimana telah dikutip dari Nurul Huda investasi diartikan sebagai komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh keuntungan di masa mendatang.⁹

Ada 3 atribut yang melekat dalam suatu investasi, yaitu risiko, hasil dan waktu. Pengorbanan sumber daya ekonomi dalam investasi dilakukan saat ini dengan tujuan mendapatkan hasil, ataupun peningkatan kesejahteraan di masa yang akan datang dan bersifat tidak pasti (berisiko). Terdapat 2 macam jenis investasi, yaitu investasi langsung dan investasi tidak langsung. Investasi langsung dapat dilakukan dengan membeli aktiva keuangan yang dapat diperjualbelikan di pasar uang (*money market*), pasar modal (*capital market*) atau pasar turunan (*derivative market*). Investasi langsung juga dapat dilakukan dengan membeli aktiva keuangan yang tidak diperjualbelikan yang biasanya diperoleh

⁹Nurul Huda dan Mustafa Edwin Nasution. 2008. *Investasi pada Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Kencana, Hlm. 7

melalui bank komersial. Aktiva ini dapat berupa tabungan di bank atau sertifikat deposito.¹⁰

Sedangkan investasi tidak langsung, dilakukan dengan membeli surat-surat berharga dari perusahaan investasi. Perusahaan investasi adalah perusahaan yang menyediakan jasa keuangan dengan cara menjual sahamnya ke publik dan menggunakan dana yang diperoleh untuk diinvestasikan ke dalam portofolionya. Ini berarti bahwa perusahaan investasi membentuk portofolio dan menjualnya eceran kepada publik dalam bentuk saham-sahamnya.¹¹

Adapun pengertian Investasi Syariah adalah kegiatan mengembangkan uang melalui pemanfaatan berbagai sumber daya dengan motivasi untuk mendapatkan keuntungan yang sejalan dengan prinsip syariah. Walaupun demikian, penerapannya bersifat universal, artinya siapapun dapat memanfaatkan prinsip syariah dalam menjalankan berbagai aspek kehidupannya termasuk dalam berinvestasi.¹² Sedangkan menurut Nurul Huda Investasi Syariah adalah kegiatan menyimpan harta sebagai motivasi untuk berjaga-jaga di masa depan, dengan menggunakan norma-norma syariah sebagai pedoman dalam melakukan kegiatannya. Lebih lanjut Nurul Huda menjelaskan bahwa investasi syariah merupakan salah satu ajaran dari konsep islam, hal tersebut dapat dibuktikan bahwa konsep investasi selain sebagai pengetahuan juga bernuansa spiritual karena menggunakan norma syariah.¹³

Berdasarkan berbagai pengertian di atas, dapat penulis simpulkan bahwa

¹⁰ Ibid. Hlm 7

¹¹ Ibid. Hlm 10

¹² Veithzal Rivai. 2010. *Islamic Financial Management*. Bogor : Ghalia Indonesia. Hlm. 422.

¹³ Nurul Huda dan Mustafa Edwin Nasution. 2008. *Investasi pada Pasar Modal Syariah*. Jakarta : Kencana. Hlm. 20.

investasi adalah suatu kegiatan menyimpan harta yang dilakukan dengan mengorbankan masa sekarang untuk dapat dinikmati hasilnya di masa yang akan datang, sebagai bentuk antisipasi dari ketidakpastian masa depan. Demikian juga dengan investasi syariah, namun dalam aktivitasnya mengedepankan kehalalan dan menerapkan norma-norma syariah sebagai landasan dalam aktivitas berinvestasi.

2.2.2 Risiko dan Pengembalian (*Return*)

Setiap keputusan investasi selalu menyangkut dua hal, yaitu risiko dan *return*. Risiko mempunyai hubungan positif dan linear dengan *return* yang diharapkan dari suatu investasi, sehingga semakin besar *return* yang diharapkan semakin besar pula risiko yang harus ditanggung oleh seorang investor. Dalam melakukan keputusan investasi, khususnya pada sekuritas saham, *return* yang diperoleh berasal dari dua sumber, yaitu dividen dan *capital gain*, sedangkan risiko investasi saham tercermin pada variabilitas pendapatan (*return* saham) yang diperoleh.¹⁴

Menurut Jogiyanto Hartono¹⁵ risiko dapat dibagi menjadi 2, yaitu :

1. *Systematic Risk*

Bagian dari risiko sekuritas yang tidak dapat dihilangkan dengan membentuk portofolio. Istilah lain dari risiko ini adalah risiko pasar atau risiko umum atau risiko sistematis.

¹⁴Nurul Huda dan Mustafa Edwin Nasution. 2008. *Investasi pada Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Kencana, Hlm 14

¹⁵Jogiyanto, Hartono. 2008. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta : BPFY Yogyakarta.

2. *Unsystematic Risk*

Bagian dari risiko sekuritas yang dapat dihilangkan dengan membentuk portofolio. Istilah lain dari risiko ini adalah risiko perusahaan, risiko spesifik atau risiko tidak sistematis.

Ada beberapa tipe investor dalam berinvestasi. Tipe pertama disebut *risk averse*, yaitu investor yang tidak menyukai risiko. Tipe kedua adalah *risk normal*, yaitu tipe investor yang netral terhadap risiko. Tipe ketiga adalah *risk seeker*, yaitu tipe investor yang menyukai risiko.

2.3 Obligasi

2.3.1 Pengertian Obligasi

Menurut bahasa, obligasi berasal dari bahasa Belanda yaitu *obligate*, kemudian dibakukan ke dalam bahasa Indonesia menjadi obligasi yang berarti kontrak. Sedangkan dalam Pasal 1 Keputusan RI No. 755/KMK011/1982 menyebutkan bahwa obligasi adalah jenis 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.¹⁶

Sedangkan menurut Jogiyanto Hartono¹⁷, obligasi (*bond*) dapat didefinisikan dapat dimengerti bahwa obligasi sebagai utang jangka panjang yang akan dibayar kembali pada saat jatuh tempo dengan bunga yang tetap jika ada. Dari definisi ini adalah suatu utang atau kewajiban jangka panjang (*bond*),

¹⁶Jurnal Abdul, Manan. Obligasi syariah. 2007

¹⁷Jogiyanto, Hartono. 2008. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta : BPFE Yogyakarta. Hlm. 146

sedangkan utang jangka pendek disebut 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 sudah ditentukan. Karena obligasi membayar bunga yang besarnya tetap (*fixed claim*), maka obligasi dikenal juga sebagai sekuritas pendapatan tetap, ada juga obligasi yang tidak membayar bunga (*zero coupon bond*).

Dari pengertian di atas, dapat diketahui bahwa obligasi ialah surat utang yang dikeluarkan oleh emiten, baik perusahaan korporasi maupun pemerintah dengan tujuan mendapatkan tambahan dana untuk kegiatan operasional perusahaan maupun tujuan ekspansi perusahaan, dengan pembayaran bunga yang tetap bagi pemegang obligasi.

2.3.2 Jenis-jenis Obligasi

Sebagai salah satu sumber pendanaan bagi perusahaan, obligasi memiliki berbagai jenis yaitu :¹⁸

1. Ditinjau dari penerbitnya :
 - a). Obligasi Pemerintah : disebut juga Surat Utang Negara (SUN) atau umumnya dikenal dengan nama obligasi pemerintah (*government bond*) yaitu obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah, sehingga obligasi pemerintah dianggap lebih aman dibandingkan dengan obligasi perusahaan.

¹⁸*Ibid.* Hlm 150.

b) *Municipal Bond* : adalah obligasi yang dikeluarkan oleh pemerintah daerah, seperti misalnya pemerintah provinsi, kota dan kabupaten.

c) Obligasi Perusahaan : disebut juga *corporate bond* adalah surat utang jangka panjang yang dikeluarkan oleh perusahaan swasta dengan nilai utang akan dibayarkan kembali pada saat jatuh tempo dengan pembayaran kupon atau tanpa kupon yang sudah ditentukan di kontrak utangnya. Obligasi perusahaan biasanya dilindungi dengan *bond indenture*, yaitu janji perusahaan penerbit obligasi untuk mematuhi semua ketentuan yang dituliskan kepada pihak tertentu yang dipercaya (*trustee*). *Trustee* ini biasanya adalah bank atau perusahaan trust yang akan bertindak mewakili pemegang obligasi. Salah satu isi dari *indenture* ini misalnya adalah pembayaran kupon tepat waktu dan jika perusahaan melarangnya, maka pemegang obligasi berhak membatalkan obligasinya dengan meminta kembali semua investasinya.

2. Berdasarkan Jaminan

- a) *Unsecured bonds / debentures* atau obligasi tanpa jaminan
- b) *Indenture* atau obligasi dengan jaminan
- c) *Mortgage bond* atau obligasi yang dijamin dengan properti
- d) *Collateral trust* atau obligasi yang dijamin dengan sekuritas
- e) *Equipment trust certificates* atau obligasi yang dijamin aset tertentu
- f) *Collateralized mortgage* atau obligasi yang dijamin *pool of mortgages* atau *portfolio mortgage-backed securities*

3. Berdasarkan Jenis Kupon

a) *Fixed rate*, obligasi yang memberikan tingkat kupon tetap sejak diterbitkan hingga jatuh tempo

b) *Floating rate*, obligasi yang tingkat bunganya mengikuti tingkat kupon yang berlaku di pasar

c) *Mixed rate*, obligasi yang memberikan tingkat kupon tetap untuk periode tertentu

4. Berdasarkan Peringkatnya

a) *Investment grade bonds*, minimal BB+, yaitu peringkat yang menunjukkan kemampuan obligor yang relatif lemah dibandingkan dengan entitas lainnya untuk memenuhi kebutuhan finansial.

b) *Non-investment-grade bonds*, yaitu obligasi dengan peringkat CCC yang menunjukkan efek hutang tidak mampu memenuhi kewajiban finansialnya dan obligasi dengan peringkat D yang menunjukkan efek utang yang macet dan perusahaan penerbit sudah berhenti dalam menjalankan aktifitas usahanya.

5. Berdasarkan Kupon

a) *Coupon bonds*, obligasi dengan kupon yang dapat diuangkan secara periodik sesuai dengan ketentuan penerbitnya.

b) *Zero coupon bonds*, obligasi yang tidak melakukan pembayaran bunga secara periodik. Namun, bunga dan pokok dibayarkan sekaligus pada saat jatuh tempo.

6. Berdasarkan Call Feature

- a) *Freely callable bond*, obligasi yang dapat ditarik kembali oleh penerbitnya setiap waktu sebelum masa jatuh tempo *Non-callable bond*, setelah obligasi diterbitkan dan terjual, tidak dapat dibeli/ditarik kembali oleh penerbitnya sebelum obligasi tersebut jatuh tempo
- b) *Deffered callable bond*, adalah kombinasi antara *freely callable bond* dan *non-callable bond*

7. Berdasarkan Konversi

- a) *Convertible bond*, obligasi yang dapat ditukarkan saham setelah jangka waktu tertentu
- b) *Non-convertible bond*, obligasi yang tidak dapat dikonversi menjadi saham.

8. Jenis Obligasi Lainnya

- a) *Income bond*, obligasi yang membayarkan kupon jika emiten penerbitnya mendapatkan laba
- b) *Guaranteed bond*, obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan cabang tetapi tidak didukung oleh perusahaan induk
- c) *Participating bond*, obligasi yang memiliki hak menerima atas laba selain penghasilan bunga secara periodik
- d) *Voting bond*, obligasi yang mempunyai hak suara
- e) *Serial bond*, obligasi yang pelunasannya berdasarkan nomor seri

f) *Inflation Index bond*, atau disebut juga *treasury inflation protection securities (TIPS)*, obligasi yang nilai nominalnya (principal) selalu disesuaikan dengan tingkat inflasi yang berlaku

2.3.3 Return Obligasi

Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. Menurut Jogiyanto Hartono return terdiri dari¹⁹ :

1. *Return Realisasi (realized return)*

Merupakan *return* yang telah terjadi yang dihitung menggunakan data historis. *Return* realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. *Return* realisasi atau *return* histori ini juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi (*expected return*) dan risiko di masa datang.

2. *Return Ekspektasi (expected return)*

Return ekspektasi adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa mendatang. Berbeda dengan *return* realisasi yang sifatnya sudah terjadi, *return* ekspektasi sifatnya belum terjadi. *Return* ekspektasi merupakan *return* yang digunakan untuk pengambilan keputusan investasi. *Return* ini penting dibandingkan *return* historis karena *return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan dari investasi yang akan dilakukan.

¹⁹Jogiyanto, Hartono. 2008. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta : BPFE Yogyakarta. Hlm. 195.

2.3.4 Kelebihan dan Kekurangan Obligasi

Tabel 2.1

Kelebihan dan kekurangan Obligasi menurut Devi Prasetyaantara lain²⁰:

	Kelebihan	Kekurangan
Bagi Emiten	<ul style="list-style-type: none"> - Relatif murah, karena tingkat bunga telah ditentukan sejak awal, jadi jumlah bunga yang harus dibayarkan pasti. - Jangka waktu jatuh temponya (maturity) biasanya panjang, membuat perusahaan emiten lebih fleksibel dalam menggunakan dana obligasi. 	<ul style="list-style-type: none"> - Memberatkan Emiten jika kondisi perusahaan sedang tidak baik, karena bunga wajib dibayar oleh Emiten kepada pemegang obligasi, tidak peduli apakah kondisi perusahaan untung maupun rugi.
Bagi Investor	<ul style="list-style-type: none"> - Investasi yang relatif aman, pendapatan yang akan diperoleh pasti (fixed income securities) yaitu berasal dari bunga kupon dan pokok pinjaman. - Kemungkinan untuk mendapatkan capital gain apabila investor menjual obligasi tersebut pada pihak ketiga. 	<ul style="list-style-type: none"> - Investasi yang jangka waktunya relatif panjang sehingga merupakan asset yang tidak likuid bagi investor - Pemegang obligasi tidak memiliki hak suara dalam perusahaan.

Sumber : Data Peneliti

²⁰Devi Prasetya. *Analisa Perbedaan Kinerja Perusahaan sebelum dan setelah Penerbitan Obligasi Syariah Ijarah di Indonesia Periode Penelitian 2003-2007*.

2.4 Sukuk (Obligasi Syariah)

2.4.1 Pengertian *Sukuk*

Istilah sukuk berasal dari bentuk jamak bahasa Arab ‘*Sak*’ atau sertifikat. Secara singkat, AAOIFI 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

Menurut Keputusan Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan No. KEP 130/BL/2006/ Peraturan No. IX.A.13 *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.²²

Sukuk pada prinsipnya mirip seperti obligasi konvensional, dengan perbedaan pokok antara lain berupa penggunaan konsep imbalan dan bagi hasil sebagai pengganti bunga, adanya suatu transaksi pendukung (*underlying transaction*) berupa sejumlah tertentu aset yang menjadi dasar penerbitan sukuk, dan adanya akad atau perjanjian antara para pihak yang disusun berdasarkan prinsip-prinsip Islam. Selain itu, sukuk juga harus distruktur secara Islam agar instrumen keuangan ini aman dan terbebas dari riba, gharar, dan maysir.

²¹ Nurul Huda, Muhammad Heykal. 2010. *Lembaga Keuangan Islam Tinjauan Teoritis dan Praktis*. Jakarta. Prenada Media Group. Hlm 265

²² Keputusan Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan No. KEP 130/BL/2006/ Peraturan No. IX.A.13

Merujuk pada Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 32/DSN-MUI/IX/2002, ”obligasi Islam (sukuk) adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip Islam yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk mau membayar pendapatan kepada pemegang Obligasi Syariah berupa bagi hasil/*margin/fee*, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo”.²³

Berdasarkan berbagai pengertian di atas, dapat penulis simpulkan bahwa *Sukuk* adalah surat berharga jangka panjang yang di keluarkan emiten (pemerintah 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.

2.4.2 Landasan Hukum Sukuk

Dewan Syariah Nasional telah mengeluarkan fatwa No. 40/DSN-MUI/X/2003 tentang pasar modal dan pedoman umum penerapan prinsip syariah di bidang pasar modal. Fatwa ini dikeluarkan mengingat pasar modal di Indonesia telah lama berlangsung dan perlu mendapat kajian perspektif Hukum Islam.²⁴ Beberapa dasar hukum atas pelaksanaan pasar modal ini adalah sebagai berikut :

²³Fatwa DSN-MUI Tahun 2002

²⁴Dewan Syariah Nasional, Fatwa tentang sukuk No 32/DSN-MUI/IX/2002, Majelis Ulama Indonesia.

1. Firman Al Quran QS. Al baqarah²⁵ (2) : 275

الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ
الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ
اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا
سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا
خَالِدُونَ

Yang mempunyai Arti : “Orang-orang yang makan (mengambil) riba[1] tidak dapat berdiri melainkan seperti berdirinya orang yang kemasukan syaitan lantaran (tekanan) penyakit gila[2]. keadaan mereka yang demikian itu, adalah disebabkan mereka Berkata (berpendapat), Sesungguhnya jual beli itu sama dengan riba, padahal Allah Telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. orang-orang yang Telah sampai kepadanya larangan dari Tuhannya, lalu terus berhenti (dari mengambil riba), Maka baginya apa yang Telah diambilnya dahulu[3] (sebelum datang larangan); dan urusannya (terserah) kepada Allah. orang yang kembali (mengambil riba), Maka orang itu adalah penghuni-penghuni neraka; mereka kekal di dalamnya.

Adapun untuk tafsiran ayat di atas adalah :

[1] Riba itu ada dua macam: nasiah dan fadhl²⁶. riba nasiah ialah pembayaran lebih yang disyaratkan oleh orang yang meminjamkan. riba fadhl ialah penukaran suatu barang dengan barang yang sejenis, tetapi lebih banyak jumlahnya Karena orang yang menukarkan mensyaratkan demikian, seperti penukaran emas dengan emas, padi dengan padi, dan sebagainya. riba yang dimaksud dalam ayat Ini riba nasiah yang berlipat ganda yang umum terjadi dalam masyarakat Arab zaman Jahiliyah.

[2] Maksudnya: orang yang mengambil riba tidak tenteram jiwanya seperti orang kemasukan syaitan.

²⁵ Al Qur'an dan Terjemahnya, CV Diponegoro, Jakarta, 2011, hlm.47

²⁶ Muslich, Wardi Ahmad, 2010, *Fiqh Muamalat Edisi satu*, PT Sinar Grafika Offset, Jakarta, hlm 120.

[3] riba yang sudah diambil (dipungut) sebelum turun ayat ini, boleh tidak dikembalikan.

Adapun dalil yang berkenaan dengan kebolehan Sukuk (obligasi syariah) penulis mengambil dari Himpunan Fatwa Dewan Syariah Nasional. Berikut dalil-dalilnya:

1. Firman Allah SWT, QS. Al-Ma'idah²⁷ (5) : 1

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ

Yang mempunyai arti : “*Hai orang-orang yang beriman, penuhilah aqad-aqad itu.....*”

Menurut Islam dan berdasarkan ayat ini, seorang muslim harus komitmen dengan perjanjian yang dilakukannya. Mereka harus setia pada isi perjanjian sekalipun dengan orang musyrik atau jahat sekalipun. Komitmen ini harus ditunjukkan oleh seorang muslim, pihaklain yang menandatangani perjanjian itu juga menanti isi perjanjian. Ketika mereka melanggar perjanjian, maka tidak ada komitmen bagi seorang muslim untuk menanti isi perjanjian.

[1] Aqad (perjanjian) mencakup: janji prasetia hamba kepada Allah dan Perjanjian yang dibuat oleh manusia dalam pergaulan sesamanya.

2. Firman Allah SWT, QS. Al-Isra' [17]: 34:

وَأَوْفُوا بِالْعَهْدِ إِنَّ الْعَهْدَ كَانَ مَسْئُولًا

.....*dan penuhilah janji, Sesungguhnya janji itu pasti diminta pertanggung jawabanya*[34]

²⁷*Ibid*, Al Qur'an dan Terjemahnya, CV Diponegoro, Jakarta, 2011, hlm.106

Oleh sebab itu pengertian dari potongan ayat al quran di atas adalah segala sesuatu yang telah kita kerjakan allah akan melihat dan akan diminta pertanggung jawabannya, maka kita harus menepati janji kita dari setiap yang sudah kita janjikan niscaya allah akan melihat dan meminta pertanggung jawabannya.

3. Ketentuan AAOIFI dalam *al-Maayir al-Syariyah*, Miyar no. 17 tentang Sukuk al-Istitsmar, bagian penerbitan, perdagangan, dan penarikan kembali (*redemption*) Sukuk Milkiyah al-Maujudat:

يَجُوزُ تَصْكِيكُ [تَوْرِئُ] الْمَوْجُودَاتِ مِنَ الْعِيَانِ وَالْمَنَافِعِ وَالْحَدِّ مَاتٍ، وَذَلِكَ بِتَقْسِيمِهَا إِلَى حَصَصٍ مُتَسَاوِيَةٍ وَإِصْدَارِ صُكُوكٍ بِقِيَمَتِهَا. أَمَّا الدُّيُونُ فِي الدَّامِ فَلَا يَجُوزُ تَصْكِيكُهَا [تَوْرِئُهَا] لِعَرَضِ تَدَاوُلِهَا

Yang mempunyai arti : Boleh melakukan sekuritisasi (menerbitkan sukuk yang mewakili kepemilikan atas) asset, baik barang (tangible assets), manfaat (usufructs) maupun jasa (services); dengan cara membagi/memecah asset tersebut menjadi beberapa bagian yang sama dan menerbitkan sukuk sesuai dengan nilainya. Sedangkan piutang yang masih menjadi tanggung jawab orang lain tidak boleh disekuritisasi dengan tujuan untuk diperdagangkan .

4. Hadits Nabi Muhammad SAW.

Berikut merupakan hadits-hadits yang di ambil dari fatwa No.40/DSNMUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal.

- a) HR.Ibn Majah dari Ubadah bin Shamit, Ahmad dari Ibn ‘Abbas, dan Malik dari Yahya.

عَنْ أَبِي سَعِيدٍ سَعْدِ بْنِ سِنَانِ الْخُدْرِيِّ رَضِيَ اللَّهُ عَنْهُ : أَنَّ رَسُولَ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ قَالَ : لَا ضَرْرَ وَلَا ضِرَارَ [حَدِيثٌ حَسَنٌ , رَوَاهُ ابْنُ مَاجَةَ وَالدَّارِقُطْنِيُّ وَغَيْرُهُمَا سَنَدًا]

Dari abu sa'id ibn sina al khudri : Maka Rasulullah SAW berkata "Tidak boleh membahayakan diri sendiri dan tidak boleh pula membahayakan orang lain."²⁸

Maka dari itu maksud penjelasan dri hadits di atas adalah HambaNya sama-sama harus bisa menguntungkan satu sama lain, tidak diperbolehkan utuk saling membuat rugi. Di dalam fatwa tersebut di cantumkan pula pendapat²⁹ ulama mengenai pasar modal ini :

Ibnu Qudamah berpendapat, bahwa : jika salah seorang dari dua orang berserikat membeli porsi mitra sekitarnya, hukumnya boleh karena ia membeli milik pihak lain."wahabah al zuhlaili" berpendapat, bahwa"bermuamalah dengan (melakukan kegiatan transaksi atas) saham hukumnya boleh, karena pemilik saham adalah mitra dalam perseroan sesuai dengan saham yang dimilikinya".

b) HR.Al Khomsah dari Hukaim bin Hizam

لَيْسَ عِنْدَكَ مَا يَبِيعُ [رَوَاهُ الْخُمْسَةُ مِنْ حُكَيْمِ بْنِ حِزْمٍ]

Janganlah kamu menjual sesuatu yang tidak ada padamu³⁰. (Diriwayatkan oleh HR.Al Khomsah dari Hukaim bin Hizam)

Adapun penjelasan tafsiran dari hadits diatas adalah bila kita akan menjual sesuatu itu harus ada kejelasan dari barang yang akan dijual. Maka dari itu ulama berpendapat bahwa Abu Hanifa dan muridnya Abu Yusuf memberikan

²⁸Majah dari Ubadah bin Shमित, Ahmad dari Ibn 'Abbas, dan Malik dari Yahya, An-Nawawi, Imam, *Hadits Arba'in An-Nawawiyah*, Al-tishom Cahaya Umat, 2001, Jakarta. hlm 52

²⁹Wahbah al zuhlaili, *Mausuna Fiqih Islam jilid 15*, jakarta .

³⁰*Idem*, hlm.57.

pandangan bahwa penjualan sesuatu/properti yang belum diterima oleh si penjual namun sudah jelas keberadaannya (dapat dicek keberadaannya) adalah diperbolehkan. Maka dari sinilah pondasi instrument bernama sukuk di abad modern ini bermula. (Abu Fahmi).

أَلْصُّلْحُ جَائِزٌ بَيْنَ الْمُسْلِمِينَ إِلَّا صُلْحًا حَرَّمَ حَلًّا لَا أَوْ أَحَلَّ حَرَامًا وَ الْمُسْلِمُونَ
نَ عَلَى شُرُوطِهِمْ إِلَّا شَرَطًا حَرَّمَ حَلًّا لَا أَوْ أَحَلَّ حَرَامًا

“Perjanjian boleh dilakukan di antara kaum muslimin kecuali perjanjian yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram; dan kaum muslimin terikat dengan syarat-syarat mereka kecuali syarat yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram.”

Adapun untuk penjelasan hadist di atas adalah Pada dasarnya adalah segala jual beli adalah dibolehkan, maka dalam pasar modal juga demikian adanya, namun yang tidak diperbolehkan dalam penerapan pengumpulan modal melalui jual beli saham dalam pasar modal ini, yaitu tidak boleh ada unsur spekulasi dalam jual beli saham, artinya ketika ada pihak yang membeli dari pihak pertama dengan tujuan untuk dijual lagi ketika harga saham naik pada pihak ketiga dengan tujuan menambah modal, maka terdapat unsur riba’ di dalamnya³¹, karena orang cenderung menjualnya dengan harga tinggi dibanding ketika dia membeli, ini yang tidak diperbolehkan dalam islam karena mengandung unsur spekulasi dan tidak sesuai akad pertama seperti yang diutarakan pada ayat Alquran dan hadits di atas.

³¹<http://asyukri.wordpress.com/landasan-hukum/> diunggah 24 November 2014 Pukul 18.30 WIB.

2.4.3 Karakteristik *Sukuk*

Karakteristik *Sukuk* adalah sebagai berikut ³²:

1. Merupakan bukti kepemilikan suatu aset berwujud atau hak manfaat (*beneficial title*).
2. Pendapatan berupa imbalan (kupon), margin, dan bagi hasil, sesuai jenis akad yang digunakan.
3. Terbebas dari unsur riba, gharar dan maysir.
4. Penerbitannya melalui special purpose vehicle (SPV).
5. Memerlukan underlying asset.
6. Penggunaan proceeds harus sesuai prinsip islam.

2.4.4 Perbedaan *Sukuk* (Obligasi Syariah) dan Obligasi Konvensional

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/KMK011/1982 menyebutkan bahwa obligasi adalah jenis 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.³³

³²Nurul Huda, Muhammad Heykal.2010.*Lembaga Keuangan Islam Tinjauan Teoritis dan Praktis*.Jakarta. Prenada Media Group. Hlm 267

³³Pasal 1 Keputusan RI No. 755/KMK011/1982

Menurut Jogiyanto Hartono 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 security* yang memberikan bunga kepada pemegangnya sebagai pendapatan *bondholder*. Ringkasan dari pendapat para ahli fikih dan *Majma' buhuts* (Dewan Riset Fikih) 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.³⁴

Hal ini berbeda dengan *sukuk* yang dalam operasionalnya menggunakan akad yang sesuai dengan prinsip syariah, sehingga pendapatan parapemegang *sukuk* berupa bagi hasil/*margin/fee* yang dihalalkan secara syar'i. Selain dari segi akad dan pendapatan yang halal, perbedaan antara *sukuk* dan obligasi konvensional adalah adanya syarat *underlying assets* dalam penerbitan *sukuk*.

2.4.5 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 adalah³⁵:

1. Obligor

Obligor adalah pihak yang bertanggungjawab atas pembayaran imbalan dan nilai nominal *sukuk* yang diterbitkan sampai dengan *sukuk* tersebut jatuh tempo. Dalam hal ini *sovereign sukuk*, obligornya adalah pemerintah.

³⁴Husein Syahatah dan Athiyyah Fayyadh. 2004. *Bursa Efek : Tuntutan Islam dalam Transaksi di Pasar Modal*. Surabaya : Pustaka Progresif. Hlm. 144.

³⁵Sunarsih. 2008. *Potensi Obligasi Syariah Sebagai Sumber Pendanaan Jangka Menengah dan Panjang bagi Perusahaan di Indonesia*. Jurnal Asy-Syir'ah. UIN Sunan Kalijaga. Vol. 42. No. 1

2. Investor

Investor adalah pemegang *sukuk* yang memiliki hak atas imbalan, margin dan nilai nominal *sukuk* sesuai partisipasi masing-masing.

3. *Special Purpose Vehicle* (SPV)

Special Purpose Vehicle (SPV) adalah badan hukum yang didirikan khusus untuk penerbitan *sukuk*. *Special Purpose Vehicle* berfungsi : (i) sebagai penerbit *sukuk*, (ii) menjadi *counterpart* pemerintah atau *corporate*, dalam transaksi pengalihan aset, (iii) bertindak sebagai wali amanat (*trustee*) untuk mewakili kepentingan investor.

4. *Trustee*, bisa *Principal Trustee* atau *Co Trustee*

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

5. *Appraiser*

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

6. *Cutody*

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

7. *Shariah Advisor*

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

8. *Arranger* atau Manajer Investasi

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

9. *Paying Agent*

Agen, biasanya sebuah bank komersial yang diberi wewenang oleh penerbit surat berharga untuk membayar kewajiban pokok dan bunga kepada pemegang surat berharga, agen tersebut bertindak sebagai pembayar dan menarik biaya untuk jasa pelayanan.

2.4.6 Jenis-jenis Sukuk

Sukuk berdasarkan strukturnya terdapat berbagai jenis, yang dikenal secara internasional dan telah mendapatkan *endorsement* dari *The Accounting and*

Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) adalah ³⁶:
Sukuk Ijarah, Sukuk Mudharabah, Sukuk Musyarakah, dan Sukuk Istishna.

- 1) 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.
- 2) 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).
- 3) 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.

³⁶Nurul Huda, Muhammad Heykal.2010.*Lembaga Keuangan Islam Tinjauan Teoritis danPraktis*.Jakarta. Prenada Media Group. Hlm 270

- 4) 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.

Namun dalam penelitian ini penulis akan memaparkan mengenai *Sukuk Mudharabah*.

2.4.7 Struktur Sukuk Mudharabah

Sukuk mudharabah adalah *sukuk* yang menggunakan akad *mudharabah*. Akad *mudharabah* adalah akad kerjasama antara pemilik modal (*shahibul maal/investor*) dengan pengelola (*mudharib/emiten*). Ikatan atau akad *mudharabah* pada hakikatnya adalah ikatan penggabungan atau percampuran berupa hubungan kerjasama antara pemilik usaha dengan pemilik harta, dimana pemilik harta (*shahibul maal*) hanya menyediakan dana secara penuh (100%) dalam suatu kegiatan usaha dan tidak boleh secara aktif dalam pengelolaan usaha. Sedangkan pemilik usaha (*mudharib / emiten*) memberikan jasa, yaitu mengelola harta secara penuh dan mandiri (*directionery*) dalam bentuk aset pada kegiatan usaha tersebut.

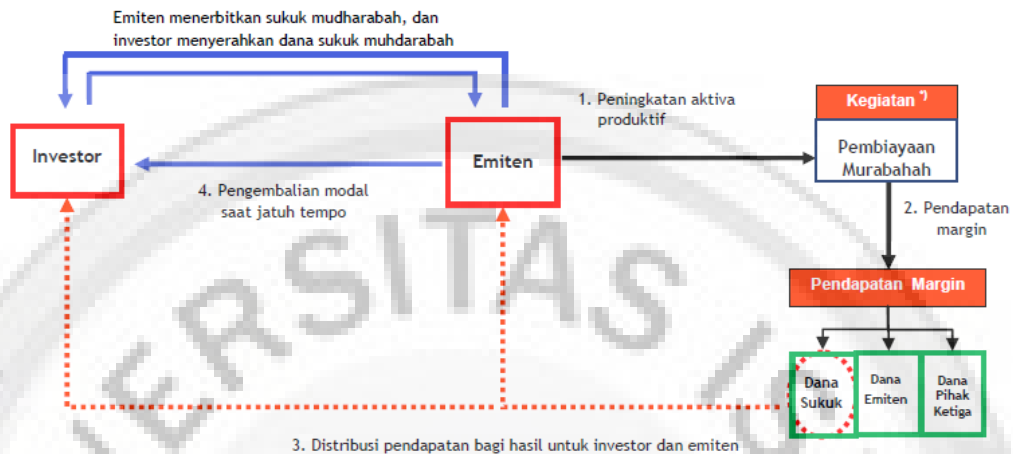
Dalam Fatwa No. 33 / DSN-MUI / X / 2002 tentang obligasi syariah *mudharabah*, dinyatakan antara lain bahwa³⁷ :

³⁷Nurul Huda dan Mustafa Edwin Nasution. 2007. *Investasi pada Pasar Modal Syariah*. Jakarta : Kencana Prenada Media Group. Hlm. 86.

- a. Obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah merupakan bagi hasil, margin atau *fee* serta membayar danaobligasi pada saat obligasi jatuh tempo.
- b. Obligasi syariah *mudharabah* adalah obligasi syariah yang berdasarkan akad *mudharabah* dengan memperhatikan substansi fatwa DSN-MUI No. 7 / DSNMUI/ IV / 2000 tentang Pembiayaan *Mudharabah*
- c. Obligasi *mudharabah* emiten bertindak sebagai *mudharib* (pengelola modal), sedangkan pemegang obligasi *mudharabah* bertindak sebagai *shahibul maal* (pemodal).
- d. Jenis usaha emiten tidak boleh bertentangan dengan prinsip syariah.
- e. Nisbah keuntungan dinyatakan dalam akad.
- f. Apabila emiten lalai atau melanggar perjanjian, emiten wajib menjamin pengambilan dana dan pemodal dapat meminta emiten membuat surat pengakuan utang.
- g. Kepemilikan obligasi syariah dapat dipindah tangankan selama disepakati dalam akad.

Berikut ini adalah model struktur sukuk *mudharabah* menurut Bapepam-LK :

Gambar 2.1
Struktur Sukuk Mudharabah



Sumber : Bapepam-LK

KETERANGAN :

— Emiten menerbitkan *sukuk mudharabah* dengan nilai tertentu, dan pada saat yang bersamaan investor menyerahkan sejumlah dana sebesar nilai *sukuk mudharabah* kepada emiten. Penerbitan sukuk tersebut memiliki struktur sebagai berikut:

1. Dana hasil emisi sukuk dipergunakan untuk meningkatkan aktiva produktif yang akan disalurkan untuk pembiayaan *murabahah*;
2. Dari kegiatan usaha dalam bentuk pembiayaan *murabahah* kepada nasabah, diperoleh pendapatan margin yang kemudian dipisahkan dan didistribusikan sesuai dengan proporsi sumber dana pembiayaan *murabahah* yang berasal dari dana sukuk, dana emiten dan dana pihak ketiga;

3. Pendapatan margin yang berasal dari dana *sukuk*, didistribusikan sebagai pendapatan bagi hasil kepada investor dan emiten dalam suatu periode yang telah ditentukan sesuai dengan nisbah yang disepakati;
4. Pada saat jatuh tempo, emiten membayar kembali modal kepada investor sebesar nilai *sukuk* pada saat penerbitan.

2.4.8 *Sukuk* sebagai Sumber Pendanaan Bagi Perusahaan

Secara umum untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan dalam menjalankan aktivitasnya, perusahaan dapat memilih alternatif sumber dana tambahan, antara lain melalui saham ataupun obligasi. Perusahaan cenderung memilih saham karena karakteristiknya yang lebih *flexible*. Namun, jika dilihat dari keleluasaan dalam pengambilan keputusan dan selektif untuk memilih transaksi dengan risiko rendah, perusahaan lebih menyukai obligasi daripada 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 maupun pemerintah. Dengan demikian *sukuk* bisa dimanfaatkan sebagai alternatif sumber pendanaan bagi perusahaan.

Sukuk sebagai sumber pendanaan bagi perusahaan lebih kompetitif dibandingkan dengan obligasi konvensional, hal ini disebabkan³⁸ :

1. Kemungkinan memperoleh bagi hasil lebih tinggi daripada obligasi konvensional

³⁸Mochamad Rizki Pratama. *Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (sukuk) Terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia*. Skripsi S1 yang dipublikasikan.

2. Obligasi syariah aman karena digunakan untuk mendanai proyek-proyek yang prospektif, halal dan berdasarkan *underlying assets* yang jelas
3. Bila terjadi kerugian (di luar kontrol) investor tetap memperoleh aktiva
4. Bukan merupakan surat utang, tapi surat investasi

2.5 Profitabilitas

2.5.1 Pengertian Profitabilitas

Profitabilitas adalah ukuran spesifik dari *performance* sebuah perusahaan, dimana ia merupakan tujuan dari manajemen perusahaan dengan memaksimalkan nilai dari para pemegang saham, optimalisasi dari berbagai tingkat *return*, dan meminimalisir risiko yang ada.³⁹

Menurut Weygandt sebagaimana telah dikutip dari Suad Hasan rasio profitabilitas adalah rasio yang digunakan untuk mengukur efektivitas manajemen perusahaan secara keseluruhan, yang ditunjukkan dengan besarnya laba yang diperoleh perusahaan. Rasio profitabilitas dianggap sebagai alat yang paling valid dalam mengukur hasil pelaksanaan operasi perusahaan, karena rasio profitabilitas merupakan alat pembanding pada berbagai alternatif investasi yang sesuai dengan tingkat risiko. Semakin besar risiko investasi, diharapkan profitabilitas yang diperoleh semakin tinggi pula.⁴⁰

Sedangkan menurut Fabozzi rasio profitabilitas adalah rasio yang menunjukkan dampak gabungan dari likuiditas dan manajemen aktiva atau

³⁹Suad Hasan. 2008. *Manajemen Keuangan : Teori dan Penerapan Keputusan Jangka Panjang edisi 4*. Yogyakarta : BPFE Yogyakarta.

⁴⁰*Ibid.* Hlm 273

kewajiban terhadap kemampuan perusahaan menghasilkan laba. Rasio profitabilitas ini membantu penilaian kecukupan laba historis, dan memproyeksikan laba di masa depan melalui pemahaman yang lebih baik terhadap sebab-sebab terjadinya laba.⁴¹

Berdasarkan berbagai pengertian di atas, dapat penulis simpulkan bahwa profitabilitas adalah suatu alat analisis yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, sehingga dengan profitabilitas tersebut perusahaan dapat memproyeksikan laba di masa depan.

2.5.2 Rasio Profitabilitas

Menurut Sutrisno rentabilitas modal sendiri merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dengan modal sendiri. Karena yang bekerja hanya modal sendiri, maka laba yang dibagi adalah laba untuk pemegang saham yakni *earning after tax*. Selanjutnya *Return On equity* (ROE) adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan modal sendiri yang dimiliki, sehingga ROE ini ada yang menyebutkan sebagai rentabilitas modal sendiri.⁴²

Menurut Bambang Riyanto, ROE adalah kemampuan dari modal sendiri untuk menghasilkan keuntungan bagi pemegang saham preferen dan saham biasa. ROE menggambarkan besarnya perolehan atas modal yang ditanamkan atau

⁴¹Frank J. Fabozzi. *Manajemen Investasi edisi 2*. Jakarta : Salemba Empat. Hlm. 868.

⁴²Sutrisno.2000.*Dasar-dasar Manajemen Keuangan*.Jakarta :Ghalia Persada. Hlm 54

kemampuan modal sendiri untuk menghasilkan keuntungan bagi pemegang saham preferen dan saham biasa.⁴³

Hasil pengembalian atas ekuitas (*return on equity*) merupakan suatu pengukuran dari penghasilan (*income*) yang tersedia bagi para pemilik perusahaan atas modal yang mereka investasikan di dalam perusahaan. Secara umum tentu saja, semakin tinggi *return* atau penghasilan yang diperoleh, semakin baik kedudukan pemilik perusahaan.

Return On Equity atau yang sering disebut dengan *rate of return on Net Worth* merupakan salah satu rasio profitabilitas yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan modal sendiri yang dimiliki, sehingga ROE ini ada yang menyebut sebagai rentabilitas modal sendiri. Laba yang diperhitungkan adalah laba bersih setelah dipotong pajak. Dengan demikian rumus yang digunakan adalah :

$$\text{Return On Equity} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Modal Sendiri}} \times 100\%$$

2.6 Pengaruh Penerbitan *Sukuk Mudharabah* Terhadap Profitabilitas

Ketika perusahaan menerbitkan *sukuk*, tentulah perusahaan tersebut telah memikirkan terlebih dahulu mengenai dana yang harus dikeluarkan dan keuntungan yang akan didapatkan, kerana dalam melakukan kebijakannya, perusahaan tidak akan terlepas dari tujuannya yaitu untuk mendapatkan keuntungan. Demikian juga pada

⁴³Bambang Riyanto, 2003. *Manajemen Keuangan*. Jakarta :Prenada Media.Hlm 76

saat menerbitkan *sukuk*, perusahaan akan memikirkan dengan teliti mengenai keuntungan yang dapat dihasilkan dengan menerbitkan *sukuk*.

Hal tersebut, tidak terlepas dari karakteristik *sukuk* sebagai alternatif sumber pendanaan bagi perusahaan. Dengan menerbitkan *sukuk* suatu perusahaan akan mendapatkan modal tambahan guna memperluas aktifitas bisnisnya, pada saat itulah perusahaan akan mendapatkan keuntungan lebih sebagai kompensasi dari penerbitan *sukuk* yang telah dilakukan.

Terdapat beberapa penelitian mengenai pengaruh penerbitan *sukuk* terhadap profitabilitas perusahaan. Seperti penelitian yang dilakukan oleh Ahmad Fauzie Nur mengenai pengaruh penerbitan obligasi syariah terhadap struktur modal PT.Indosat.Tbk. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa penerbitan *sukuk mudharabah* oleh PT. Indosat Tbk memberikan *return* yang relatif menguntungkan bagi perusahaan dibandingkan *return* yang dihasilkan oleh obligasi biasa.

2.7 Penelitian Terdahulu

Tabel 2.2

Peneliti Terdahulu

Peneliti	Judul	Persamaan	Perbedaan
Ahmad Fauzie Nur	<i>Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah pada Struktur Modal PT. Indosat Tbk, Suatu Analisa Cost of Capital.</i>	Sama-sama meneliti tentang Sukuk	Dari segi variabel dependent dalam penelitian Ahmad Fauzie Nur yang menjadi variabel dependennya adalah Cost of Capital. Sedangkan dalam penelitian ini yang menjadi variabel dependennya adalah ROE (Return On Equity)
Devi Prasetya	<i>Analisa Perbedaan Kinerja Perusahaan</i>	Sama-sama meneliti tentang Sukuk	Dalam penelitian Devi meneliti tentang

	<i>sebelum dan setelah Penerbitan Obligasi Syariah Ijarah di Indonesia Periode Penelitian 2003-2007.</i>		perbedaan kinerja sebelum dan sesudah menerbitkan sukuk. Sedangkan dalam penelitian ini hanya meneliti setelah perusahaan menerbitkan sukuk.
Ikromi Ramadhani	<i>Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah terhadap Profitabilitas (Studi pada Perusahaan yang Menerbitkan Obligasi Syariah di BEI (Bursa Efek Indonesia).</i>	Sama-sama meneliti tentang Sukuk	Dalam penelitian Ikromi yang menjadi Variabel dependennya adalah ROA. Sedangkan dalam penelitian ini adalah ROE
Mochamad Rizky Pratama	<i>Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia.</i>	Sama-sama meneliti tentang Sukuk	Dalam penelitian Mochammad Rizky Pratama tidak meneliti dari segi Profitabilitas. Sedangkan dalam penelitian ini di lihat dari salah satu profitabilitas yaitu ROE
Ismah Lestari Soemantri	<i>Analisis Pengaruh Penerbitan Sukuk terhadap Tingkat Keuntungan Perusahaan (Profitabilitas) dan Reaksi Pasar (Cumulative Abnormal Return Saham) pada Perusahaan yang tercatat di BEI Periode 2009-2013.</i>	Sama-sama meneliti tentang Sukuk	Dalam penelitian Ikromi yang menjadi Variabel dependennya adalah ROA dan Reaksi Pasar. Sedangkan dalam penelitian ini hanya ROE.

Sumber : Data diolah.