

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Review Hasil Penelitian Terdahulu

Sebagai suatu penelitian yang berkesinambungan, diperlukan referensi penelitian sebelumnya untuk menguatkan atau mengembangkan penelitian tersebut, hingga diharapkan akhirnya mendapatkan hasil penelitian yang semakin baik.

Adapun Jurnal yang terkait adalah penelitian yang dilakukan oleh Indah Yuliana dari Fakultas UIN Maliki Malang tahun (diakses ejournal.uin-malang.ac.id, 2012) dengan judul Pengaruh Kinerja Keuangan Perusahaan Terhadap Tingkat Sewa Obligasi Syariah Ijarah di Indonesia. Penelitian ini bermaksud ingin melihat pengaruh dari kinerja keuangan perusahaan terhadap tingkat sewa obligasi syariah ijarah di Indonesia. Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif dengan menggunakan pendekatan korelatif yang mana dalam penelitian ini menghubungkan antara variabel independen berupa kinerja keuangan (*factor leverage*, rasio penutupan bunga, rasio lancar, ROA, *asset turnover*) dan variabel dependen berupa penetapan tingkat sewa obligasi syariah ijarah. Kemudian diuji dengan menggunakan analisis statistik. Hasil dari penelitian ini adalah hasil analisis regresi dengan uji t atau uji parsial menunjukkan bahwa secara individual (parsial) variabel yang berpengaruh terhadap penetapan tingkat sewa obligasi syariah ijarah di Indonesia adalah rasio penutupan beban dan rasio likuiditas. Sedangkan rasio yang tidak berpengaruh secara signifikan adalah rasio profitabilitas dan rasio aktivitas. Saran untuk penelitian selanjutnya dengan menambah objek penelitian yakni obligasi mudharabah, menambah variabel penelitian, dan menambah periode penelitian.

Jurnal penelitian selanjutnya dilakukan oleh Rimi Gusliana Mais (Jurnal Ekonomi No. 03/Th.XX/Juli-September 2011) dari Sekolah Tinggi Ilmu

Ekonomi Indonesia yang berjudul Perbandingan Kinerja Obligasi Syariah Dengan Obligasi Konvensional di Indonesia. Penelitian ini bermaksud meneliti imbal hasil, risiko serta kinerja antara obligasi syariah ijarah dengan obligasi konvensional suku bunga tetap. Penelitian ini menggunakan metode analisis kuantitatif yang digunakan untuk menjelaskan *return*, risiko dan kinerja dari obligasi syariah dan obligasi konvensional. Perhitungan *return* menggunakan *Yield to Maturity* (YTM) dan *Current Yield* (CY). Kemudian menghitung simpangan baku dari masing-masing *return*. Kemudian menghitung standar deviasi dengan mengakarkan varian. Selanjutnya menggunakan indeks sharpe untuk mengukur sejauh mana diversifikasi portofolio kombinasi yang optimal dapat menghasilkan keuntungan dengan risiko tertentu. Kemudian melakukan uji beda dua rata-rata dengan dua sampel. Kesimpulan yang dapat diambil dari penelitian ini adalah *return* antara obligasi syariah dengan obligasi konvensional tidak mempunyai perbedaan yang signifikan, lalu *return* dengan uji beda dua rata-rata juga tidak terdapat perbedaan yang signifikan. Untuk tingkat risiko, hasilnya juga tidak signifikan. Kemudian hasil pengukuran kinerja dengan menggunakan indeks sharpe terdapat perbedaan yang signifikan.

Jurnal selanjutnya dibuat oleh Mahendro Wahyu dari Universitas Airlangga (diakses www.unair.ac.id tahun 2011) dengan judul Pengaruh Profitabilitas, Efisiensi, dan Syariah Compliance Terhadap Yield Sukuk Mudharabah di Indonesia. Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh profitabilitas yang diwakili oleh rasio *Gross Profit Margin* (GPM), efisiensi yang diwakili oleh rasio beban operasional (BOPO), dan *syariah compliance* terhadap *Yield* sukuk mudharabah. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode kuantitatif dengan alat uji regresi linear berganda. Hasil dari penelitian ini adalah berdasarkan uji secara simultan bahwa secara serempak variabel bebas berpengaruh terhadap *yield* sukuk mudharabah, sedangkan berdasarkan uji parsial hanya variabel BOPO saja yang berpengaruh terhadap *yield* sukuk mudharabah.

Adapun jurnal penelitian berbahasa Inggris yang dilakukan oleh Zariyawati Mohd Ashhari (International Journal of Business and Management Vol. 4 No.6 June 2009) dari Departement of Accounting and Finance, Faculty of Economics and Management, University Putra Malaysia yang berjudul *Conventional vs Islamic Bond Announcements: The Effect on Shareholders Wealth* (Pengaruh Pengumuman Obligasi Konvensional dan Syariah: Efeknya Terhadap *Return/* Imbal Hasil Saham). Penelitian ini bertujuan untuk menyelidiki pengaruh pengumuman obligasi syariah dan konvensional terhadap return saham di Malaysia. Penelitian ini mencoba untuk membuktikan teori yang dikemukakan oleh Mikkelson & Partch (1986), yang menyatakan bahwa jenis tertentu utang menyebabkan *abnormal return* . Penelitian ini menemukan bahwa ada efek kekayaan pada isu-isu pengumuman obligasi syariah. Namun, tidak ada *wealth effect* pada pengumuman obligasi konvensional. Temuan ini mirip dengan penelitian sebelumnya pada obligasi konvensional efek pengumuman di Malaysia (Yen,2002). Dimana, dia tidak menemukan *wealth effect* pada pengumuman obligasi. Beragam efek pada obligasi syariah dan obligasi konvensional di Malaysia dapat dijelaskan dengan karakteristik yang berbeda dari kedua obligasi. Dimana, karakteristik utama dari obligasi syariah harus mematuhi syariah yang disetujui oleh Syariah Advisory Council (SAC) dari Komisi Malaysia Securities. Dengan demikian, hal ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Muhammad & Muhammad, (2001) di mana mereka menunjukkan bahwa obligasi syariah di Malaysia masih mengalami kontroversi hukum penerimaan atau sesuai dengan syari'at karena karakteristik obligasi syariah di Malaysia tidak jauh berbeda dengan obligasi konvensional. Sehingga, pengumuman obligasi mempengaruhi return saham. Obligasi syariah tidak bisa mendapatkan banyak pada pengurangan pajak karena tidak memiliki fitur kupon. Dengan demikian, obligasi syariah tidak benar-benar rendah biaya investasi modal. Masalah yang lebih besar dari obligasi syariah akan meningkatkan risiko wanprestasi perusahaan tanpa *trade off* biaya rendah modal investasi. Faktor lain yang signifikan terhadap return saham atas obligasi konvensional pengumuman adalah ukuran perusahaan. Investor yakin pada obligasi konvensional oleh perusahaan besar karena di percaya bahwa mereka

mampu membayar kewajiban obligasi untuk membiayai investasi atau proyek lain yang dapat membuat return yang lebih tinggi .

Jurnal penelitian lain yang serupa yang dilakukan oleh Zuhrotun dari UPN Veteran dan Zaki Baridwan dari Universitas Gajah Mada (SNA VIII Solo, 15-16 September 2005) dengan judul Pengaruh Pengumuman Peringkat Terhadap Kinerja Obligasi. Penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris mengenai pengaruh pengumuman peringkat oleh agen pemeringkat terhadap kinerja obligasi dan perbedaan pengaruh pengumuman peringkat pada kinerja obligasi perusahaan besar dan kecil. Penelitian ini menggunakan 76 sampel obligasi perusahaan (20 *downgrade*, 17 *upgrade* dan 39 stabil) yang terdaftar dan aktif diperdagangkan di BES serta diperingkat oleh Pefindo dari tahun 2000 sampai dengan 2004. Teori yang mendasari penelitian ini adalah teori signal, *Big Bang Theory*, dan beberapa penelitian empiris mengenai kandungan informasi pengumuman peringkat obligasi. Hasil dari penelitian ini adalah tidak ada perbedaan kinerja obligasi sebelum dan setelah pengumuman peringkat untuk obligasi yang mengalami *upgrade* dan untuk obligasi pada perusahaan besar dan kecil sehingga tidak sesuai dengan *Big Bang Theory*. Sedangkan untuk obligasi yang mengalami *downgrade* ada perbedaan kinerja obligasi sebelum dan sesudah pengumuman peringkat. Keterbatasan dalam penelitian ini yaitu sampel dalam penelitian ini relatif sedikit dan hanya menggunakan pengumuman peringkat obligasi yang digunakan oleh PEFINDO sehingga hasil dari penelitian ini belum bisa digeneralisasikan untuk keseluruhan pengumuman peringkat di pasar obligasi Indonesia. Selain itu, penelitian ini menggunakan window spanning dari -2 bulan sampai dengan +2 bulan, sehingga sulit untuk mengendalikan perubahan tingkat suku bunga SBI yang turut mempengaruhi harga obligasi pada periode amatan. Untuk penelitian selanjutnya dapat menggunakan proksi yang lebih tepat untuk menilai kandungan informasi suatu peristiwa di pasar obligasi, yaitu *yield spread* atau *yield premium*, dapat menggunakan window yang lebih pendek sehingga perubahan tingkat suku bunga SBI dapat dikendalikan.

Review selanjutnya penelitian yang diambil dari skripsi dilakukan oleh Ika Widianingsih, mahasiswi Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STEI) yang dilakukan pada tahun 2009 dengan judul “Perbandingan Risiko dan Imbal Hasil Sukuk Ijarah Dengan Obligasi Konvensional Suku Bunga Tetap di Indonesia”. Penelitian ini bertujuan untuk membandingkan imbal hasil dan risiko sukuk ijarah dengan obligasi konvensional di Indonesia. Kesimpulan dari penelitian ini adalah bahwa obligasi syariah/sukuk ijarah secara riil memberikan imbal hasil yang lebih tinggi daripada obligasi konvensional suku bunga tetap, meskipun secara statistic perbedaannya tidak terlalu signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa obligasi syariah sebagai instrumen investasi baru patut dibanggakan karena mampu memberikan imbal hasil yang setara dengan obligasi konvensional.

2.2. Investasi

Investasi adalah kegiatan menempatkan uang atau dana dengan harapan untuk memperoleh tambahan atau keuntungan tertentu atas uang atau dana tersebut. Suatu keuntungan yang diperoleh dalam melakukan investasi disebut dengan *return*. Tingkat dari *return* selalu menjadi alat ukur pertumbuhan investasi yang dilakukan sehingga akan menjadi perhatian dari para investor. Huda dan Nasution (2007:7) investasi diartikan sebagai komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan dimasa datang. Adapun menurut Halim (2005:4) investasi pada hakikatnya merupakan penempatan sejumlah dana pada saat ini dengan harapan untuk memperoleh keuntungan di masa mendatang. Lebih jauh ekonom asal Amerika Krugman dan Obstfeld (1999) seperti yang dikutip oleh Fahmi (2013:3) mengatakan bahwa bagian output yang digunakan oleh perusahaan-perusahaan swasta guna menghasilkan output di masa mendatang ini bisa disebut sebagai investasi.

Faktor-faktor yang menentukan kebijakan investasi menurut Bodie (2005:75) adalah:

1. Likuiditas, yaitu kecepatan atau kemudahan suatu asset dikonversikan menjadi kas dengan harga yang sesuai dengan nilai pasar. Diharapkan semakin likuid suatu asset maka akan semakin menguntungkan untuk investor.
2. Jangka waktu dimana portofolio investasi tersebut akan dipertahankan.
3. Peraturan perundangan yang mengatur mengenai instrument investasi dan transaksi-transaksi yang akan digunakan dalam menyusun portofolio.

Selain itu, Tandelilin (2001) dikutip oleh Fahmi (2013:4) secara garis besar membagi investasi dalam dua bagian, yaitu:

1. *Capital Investment*, adalah investasi pada barang-barang guna diolah, dimanfaatkan serta digunakan untuk memperoleh laba. Investasi ini biasanya dilakukan dalam jangka panjang, misalnya pendirian perusahaan, efisiensi dan ekspansi.
2. *Financial Investment*, yaitu investasi pada berbagai instrumen keuangan berupa deposito, saham, obligasi dan lain-lain. Investasi dapat dilakukan baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Harapannya adalah akan mendapatkan keuntungan misalnya berupa bagi hasil, bunga, dividen ataupun *capital gain*. Investasi ini dapat berubah menjadi *capital investment* ketika bentuk investasinya telah mengarah kepada suatu usaha untuk melakukan *takeover*.

Pada dua investasi ini Sharpe, et.all (2005:1) menegaskan bahwa pada perekonomian primitif hampir semua investasi lebih ke investasi nyata, sedangkan pada perekonomian modern, lebih banyak dilakukan investasi keuangan. Dimana lembaga-lembaga keuangan untuk investasi yang berkembang pesat member fasilitas untuk berinvestasi nyata. Jadi kedua bentuk investasi bersifat komplementer, bukan kompetitif. Sehingga kita bisa melihat salah satu ukuran ekonomi suatu negara tersebut adalah maju dimana keberadaan dan kualitas dari bursa efeknya diakui oleh para pebisnis.

Di dalam Islam, investasi haruslah bersifat aman tidak hanya di dunia tetapi juga di akhirat. Investasi yang dilakukan harus bebas dari riba dan sesuai dengan syariah Islam. Kegiatan yang dilakukan harus tidak bertentangan dengan syariah dan tidak melakukan berbagai jenis transaksi yang dilarang ataupun mengandung unsur gharar (spekulasi). Chaptra (2002) yang dikutip oleh Suprayitno (2005:120) menyebutkan bahwa pengeluaran yang berlebihan dilarang, penimbunan simpanan juga dikecam tegas oleh Al-Qur'an dan As-Sunnah. Sumber-sumber daya yang telah disediakan Allah harus dipergunakan untuk kegunaan pemilik (dalam batas-batas yang ditetapkan oleh Islam) dan peruntukkan bagi orang lain sehingga memenuhi tujuan besar penciptanya. Membiarkannya menganggur dan tidak memanfaatkannya bagi tujuan-tujuan konsumsi yang benar atau untuk pengembangan barang-barang umum lewat kontribusi kesejahteraan (zakat, sedekah dan pembayaran semacamnya) atau untuk investasi produktif telah dikecam oleh Islam.

2.3. Obligasi Konvensional

2.3.1. Pengertian Obligasi Konvensional

Obligasi berasal dari bahasa Belanda "*Obligate*" yang dalam bahasa Indonesia disebut "obligasi" yang berarti kontrak. Dalam Keputusan Presiden RI Nomor 775/KMK 001/1982 disebutkan 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 saat pembayarannya telah ditentukan terlebih dahulu oleh emiten atau Badan Pelaksana Pasar Modal. Selain itu, obligasi juga berarti kewajiban yang tidak dapat ditinggalkan atau surat utang suatu pinjaman negara atau daerah dengan bunga tetap untuk si pemegang. Menurut istilah, obligasi adalah suatu istilah yang digunakan dalam dunia keuangan yang merupakan suatu pernyataan utang dari penerbit obligasi kepada pemegang obligasi beserta janji untuk membayar kembali pokok utang beserta kupon bunganya kelak pada saat tanggal jatuh tempo pembayaran.

Ada beberapa pendapat lain yang mendefinisikan tentang obligasi yaitu:

- a. Menurut Siegel dan Shim (1999:52) *Bond* (obligasi) merupakan janji tertulis dari sebuah perusahaan, pemerintah atau lembaga keuangan lainnya untuk membayar sebanyak nilai nominal pada waktu jatuh tempo.
- b. Menurut Shook (2002:48) *Bond* (obligasi) adalah sekuritas utang jangka panjang yang diterbitkan oleh sebuah perusahaan atau pemerintah, yang memiliki suku bunga dan tanggal jatuh tempo yang tetap.
- c. *A Dictionary of economics, business and finance* memberikan definisi obligasi sebagai berikut,
 - 1) Persetujuan atau perjanjian tertulis yang telah ditetapkan pemerintah atau selainnya. Perjanjian ini menjelaskan bahwa perusahaan mesti membayar sejumlah harta dan bunga dan tanggal yang telah ditetapkan.
 - 2) Perjanjian antara 2 orang atau lebih, bertujuan agar salah satu pihak mesti mempunyai kewajiban yang akan membayar utang kepada pihak lain.

Di sini obligasi merupakan instrumen utang bagi perusahaan yang hendak memperoleh modal. Dalam hal pendapatan yang diperoleh berupa bunga yang biasanya lebih tinggi daripada bunga tabungan atau deposito. Umumnya bunga diterima sesuai dengan klausul kontrak, ada yang setiap 3 bulan, ada yang 4 bulan, dan ada yang setiap tahun. Pemegang obligasi mendapatkan hak untuk dilunasi terlebih dahulu apabila emiten bangkrut. Di samping itu investasi obligasi juga bisa mendapatkan *capital gain* bila saat menjual obligasi mendapatkan harga yang lebih tinggi daripada harga pembeliannya. *Capital gain* juga bisa diperoleh jika pemegang obligasi mendapat diskon pada saat pembelian.

2.3.2. Karakteristik Obligasi

Secara umum karakteristik obligasi dapat dilihat dari beberapa hal, yaitu sebagai berikut: (Tandelilin 2010: 245-247)

1. Nilai intrinsik merupakan nilai teoritis dari suatu obligasi. Nilai intrinsik bisa diperoleh dari hasil estimasi nilai saat ini (*present value*) dari semua aliran

kas obligasi di masa mendatang. Nilai intrinsik obligasi dipengaruhi oleh tingkat kupon yang diberikan, waktu jatuh tempo dan nilai prinsipalnya.

2. Tipe penerbitannya, obligasi dapat mempunyai tipe jaminan dan urutan klaim yang berbeda-beda. Emiten bisa menerbitkan obligasi dengan menggunakan jaminan asset riil tertentu yang dimiliki oleh perusahaan atau tanpa menggunakan jaminan. Obligasi tanpa jaminan biasanya diterbitkan oleh perusahaan-perusahaan yang sudah memiliki kredibilitas baik.
3. *Bond indentures*, adalah dokumen legal yang memuat hak-hak pemegang obligasi maupun emiten obligasi.
4. *Call provision*, merupakan hak emiten obligasi untuk melunasi obligasi sebelum waktu jatuh tempo. *Call provision* akan dilaksanakan oleh emiten jika tingkat suku bunga pasar di bawah tingkat kupon obligasi.

2.3.3 Jenis Obligasi

Obligasi yang ada di pasar dapat dibedakan dalam beberapa jenis tergantung dari sudut mana kita melihat. Berikut ini Raharjo (2004:5) mengklasifikasikan obligasi dalam beberapa kelompok:

1. Berdasarkan Penerbit
 - a. *Corporate Bonds*: obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan, baik yang berbentuk Badan Usaha Milik Negara (BUMN), atau badan usaha swasta yang bertujuan untuk mendukung kepentingan bisnisnya.
 - b. *Government Bonds*: obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah pusat dengan tujuan untuk kepentingan pemerintah skala nasional. Jaminan yang diberikan berupa alokasi pendapatan pemerintah yang didapat dari pajak atau penerimaan negara lainnya.
 - c. *Municipal Bonds*: obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah daerah untuk membiayai proyek-proyek yang berkaitan dengan kepentingan publik.

2. Berdasarkan Tingkat Suku Bunga
 - a. *Zero Coupon Bonds*: obligasi yang tidak melakukan pembayaran bunga secara periodik. Namun, bunga dan pokok dibayarkan sekaligus pada saat jatuh tempo.
 - b. *Coupon Bonds*: obligasi dengan kupon yang dapat diuangkan secara periodik sesuai dengan ketentuan penerbitnya.
 - c. *Fixed Coupon Bonds*: obligasi dengan tingkat kupon bunga yang telah ditetapkan sebelum masa penawaran di pasar perdana dan akan dibayarkan secara periodik.
 - d. *Floating Coupon Bonds*: obligasi dengan tingkat kupon bunga yang ditentukan sebelum jangka waktu tersebut, berdasarkan suatu acuan (*benchmark*) tertentu seperti *Average Time Deposit (ATD)* yaitu rata-rata tertimbang tingkat suku bunga deposito dari bank pemerintah dan swasta.

3. Berdasarkan Segi Nominal
 - a. *Conventional Bonds*: obligasi yang lazim diperjualbelikan dalam satu nominal, Rp 1 miliar per satu lot.
 - b. *Retail Bonds*: obligasi yang diperjualbelikan dalam satuan nilai nominal yang kecil, baik *corporate bonds* maupun *government bonds*.

4. Berdasarkan Jaminan
 - a. *Secured Bonds*: obligasi yang dijamin dengan kekayaan tertentu dari penerbitnya atau dengan jaminan lain dari pihak ketiga. Dalam kelompok ini, termasuk didalamnya adalah:
 - *Guaranteed Bonds*: obligasi yang pelunasan bunga dan pokoknya dijamin dengan penanggungan dari pihak ketiga.
 - *Mortgage Bonds*: obligasi yang pelunasan bunga dan pokoknya dijamin dengan agunan hipotik atas properti atau asset tetap.
 - *Collateral Trust Bonds*: obligasi yang dijamin dengan efek yang dimiliki penerbit dalam portofolionya, misalnya saham-saham anak perusahaan yang dimilikinya.

- b. *Unsecured Bonds*: obligasi yang tidak dijamin dengan kekayaan tertentu tetapi dijamin dengan kekayaan penerbitnya secara umum.

5. Berdasarkan Segi Perhitungan Imbal Hasil

- a. *Conventional Bonds*: obligasi yang diperhitungkan dengan menggunakan sistem kupon bunga.
- b. *Syariah Bonds*: obligasi yang perhitungan imbal hasil dengan menggunakan perhitungan bagi hasil.

6. Berdasarkan Penukaran

- a. *Convertible Bonds*: obligasi yang memberikan hak kepada pemegang saham untuk mengkonversikan obligasi tersebut ke dalam sejumlah saham milik penerbitnya.
- b. *Exchangeable Bonds*: obligasi yang memberikan hak kepada pemegang obligasi untuk menukar saham perusahaan ke dalam sejumlah saham perusahaan afiliasi milik penerbitnya.
- c. *Callable Bonds*: obligasi yang memberikan hak kepada emiten untuk membeli kembali obligasi pada harga tertentu sepanjang umur obligasi tersebut.
- d. *Putable Bonds*: obligasi yang memberikan hak kepada investor yang mengharuskan emiten untuk membeli kembali obligasi pada harga tertentu sepanjang umur obligasi tersebut.

7. Berdasarkan Lokasi Penerbitan

- a. *Domestic Bonds*: jenis obligasi ini diterbitkan untuk jangkauan pasar domestik dan biasanya menggunakan dominasi mata uang negara dimana obligasi diterbitkan.
- b. *International Bonds*: obligasi ini merupakan emiten disuatu negara yang diterbitkan untuk pasar luar negeri.

2.3.4. Komponen-komponen Obligasi

Menurut Raharjo (2004:15) Obligasi sebagai salah satu sumber pendanaan yang bisa dijual di pasar sekunder memiliki komponen-komponen pokok obligasi terdiri dari:

1. Nilai Nominal (*Face Value*)

Nilai pari adalah nilai pokok dari suatu obligasi yang akan diterima oleh pemegang obligasi pada saat obligasi tersebut jatuh tempo.

2. Kupon (*The Interest Rate*)

Kupon adalah nilai bunga yang diterima pemegang obligasi secara berkala (kelaziman pembayaran kupon obligasi adalah setiap 3 atau 6 bulanan). Kupon obligasi dinyatakan dalam annual prosentase.

3. Jatuh Tempo (*Maturity*)

Jatuh tempo adalah tanggal dimana pemegang obligasi akan mendapatkan pembayaran kembali pokok atau nilai nominal obligasi yang dimilikinya. Periode jatuh tempo obligasi bervariasi mulai dari 365 hari sampai dengan diatas 5 tahun. Obligasi yang akan jatuh tempo dalam waktu 1 tahun akan lebih mudah untuk diprediksi, sehingga memiliki risiko yang lebih kecil dibandingkan dengan obligasi yang memiliki periode jatuh tempo dalam waktu 5 tahun. Secara umum, semakin panjang jatuh tempo suatu obligasi, semakin tinggi kupon atau bunganya.

4. Penerbit/Emiten (*Issuer*)

Mengetahui dan mengenal penerbit obligasi merupakan factor yang sangat penting dalam melakukan investasi obligasi ritel. Mengukur risiko/kemungkinan dari penerbit obligasi tidak dapat melakukan pembayaran kupon dan atau pokok obligasi tepat waktu disebut default risk dapat dilihat dari peringkat (rating) obligasi yang dikeluarkan oleh lembaga pemeringkat seperti PEFINDO atau Kasnic Indonesia.

5. Harga Obligasi

Berbeda dengan harga saham yang dinyatakan dalam bentuk mata uang, harga obligasi dinyatakan dalam presentase (%). Yaitu persentase dari nilai

nominal. Ada 3 (tiga) kemungkinan harga pasar dari obligasi yang ditawarkan, yaitu:

- a. *Par* (nilai pari) : Harga obligasi sama dengan nilai nominal. Misal: Obligasi dengan nilai nominal Rp 50 juta dijual pada harga 100%, maka nilai obligasi tersebut adalah $100\% \times \text{Rp } 50 \text{ juta} = \text{Rp } 50 \text{ juta}$.
- b. *At Premium* (dengan premi) : Harga obligasi lebih besar dari nilai nominal. Misal: Obligasi dengan nilai nominal Rp 50 juta dijual dengan harga 102%, maka nilai obligasi adalah $102\% \times \text{Rp } 50 \text{ juta} = 51 \text{ juta}$.
- c. *At discount* (dengan diskon) : Harga obligasi lebih kecil dari nilai nominal. Misal: obligasi dengan nilai nominal Rp 50 juta dijual dengan harga 98%, maka nilai dari obligasi adalah $98\% \times \text{Rp } 50 \text{ juta} = \text{Rp } 49 \text{ juta}$.

2.3.5. Kelebihan Obligasi Konvensional

Smith dan skousen dalam bukunya *Akuntansi Intermediate* (1995:47) mengatakan bahwa manajemen dan pemegang saham lebih menyukai penerbitan obligasi daripada penerbitan saham karena alasan-alasan berikut:

1. Pemilik yang ada saat ini tetap memegang kendali atas perusahaan.
2. Bunga merupakan bahan yang dapat dikurangkan dalam menghitung laba kena pajak sedangkan dividen tidak.
3. Suku bunga pasar saat ini mungkin lebih menguntungkan daripada harga pasar saham.
4. Pengeluaran tunai untuk membayar bunga mungkin lebih kecil daripada jumlah dividen yang diharapkan oleh pemegang saham.

Selain kelebihan-kelebihan diatas, menurut Raharjo (2004:23) obligasi juga memberikan keuntungan bagi investor, yaitu:

1. Obligasi memiliki tingkat likuiditas yang tinggi
Likuiditas menunjukkan kemampuan penerbit obligasi untuk memenuhi kewajiban kepada semua investor pada saat jatuh tempo, serta mudah dijual melalui broker-broker yang terdaftar.

2. Obligasi memberikan bunga yang tetap kepada pemegang obligasi secara berkala.
3. Selain menerima pembayaran bunga pada saat jatuh tempo pemegang obligasi akan menerima pengembalian pokok secara penuh.
4. Pemegang obligasi mendapat prioritas utama dalam pembagian hak, karena obligasi merupakan hutang oleh penerbit.

2.3.6. Risiko Obligasi

Setiap investasi yang dilakukan selain memberikan keuntungan juga menyimpan risiko yang harus ditanggung oleh investor. Risiko tersebut bisa berasal dari sifat investasi itu sendiri dan kondisi makro sosial ekonomi tempat investasi dilakukan. Risiko yang berkaitan dengan investasi obligasi menurut Raharjo (2004:41-42) Obligasi dapat memperlihatkan kepada investor satu atau lebih risiko yang terbawa, diantaranya:

1. Risiko Perubahan Tingkat Suku Bunga (*Interest Rate Risk*)

Pada obligasi dengan kupon bunga tetap, harga obligasi berbanding terbalik dengan perubahan tingkat suku bunga, yaitu jika tingkat suku bunga naik maka harga obligasi akan turun, atau jika suku bunga turun maka harga obligasi naik.

2. Risiko Reinvestasi (*Reinvestment Risk*)

Jika investasi telah jatuh tempo dan dana tersebut belum digunakan maka pemodal akan melakukan reinvestasi. Cara ini merupakan strategi pemodal untuk mendapatkan bunga atau keuntungan, akan tetapi risiko timbulnya kerugian atas investasi tersebut akan merugikan pemodal.

3. Risiko Penarikan Kembali (*Call Risk*)

Pemodal yang membeli obligasi dengan opsi call akan berisiko apabila penerbit menarik kembali obligasi tersebut, karena akan mengganggu pola proyeksi arus kas karena ketidakpastian penarikan obligasi tersebut dan jika penarikan dilakukan pada saat suku bunga turun pemodal menghadapi risiko investasi kembali.

4. Risiko Gagal Bayar (*Default Risk*)

Dengan makin banyaknya obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan, maka kemungkinan terdapatnya obligasi yang default sangat besar. Risiko ini terjadi apabila perusahaan penerbit obligasi tidak mampu untuk melunasi bunga ataupun pokok. Untuk menghindari risiko yang demikian pemodal memilih obligasi yang diklasifikasikan paling aman yang dapat dilihat dari peringkat obligasi.

5. Risiko Inflasi

Risiko inflasi pada obligasi dengan kupon bunga tetap sangat tinggi, sedangkan pada obligasi dengan kupon bunga mengambang risikonya rendah.

6. Risiko Nilai Tukar (*Exchange Risk*)

Risiko nilai tukar timbul apabila terjadi penerimaan nilai obligasi akibat dari penurunan mata uang terkait terhadap dolar.

7. Risiko Likuiditas (*Liquidity Risk*)

Ukuran utama risiko likuiditas adalah perbedaan harga penawaran dengan permintaan. Kemudahan untuk menjual obligasi menunjukkan tingkat likuiditas yang tinggi.

8. Risiko Jatuh Tempo (*Maturity Risk*)

Investasi obligasi yang berjangka waktu panjang lebih dari 10 atau 20 tahun, mempunyai risiko tinggi karena pada saat pembelian cenderung sulit memprediksi perusahaan dan ekonomi disuatu Negara dalam jangka waktu yang panjang. Oleh karena itu, obligasi yang berjangka waktu panjang biasanya mendapatkan insentif premium terhadap harga obligasi.

2.4. Obligasi Syariah (Sukuk)

2.4.1. Pengertian Obligasi Syariah (Sukuk)

Sukuk adalah akar kata dari bahasa Arab “*sakk*”, jamaknya “*sukuk* atau *sakaik*”, yang berarti “memukul atau membentur”, dan bisa juga bermakna “pencetakan atau menempa” sehingga kalau dikatakan “*sakkan nukud*” bermakna “pencetakan atau penempahan uang” (Majma’ al-Lughah al-‘Arabiyyah,

1980:648 dan Lisan al-‘Arab, 1985:172). Istilah *sakk* bermula dari tindakan membubuhkan cap tangan oleh seseorang atas suatu dokumen yang mewakili suatu kontrak pembentukan hak, obligasi, dan uang. Dalam konsep modern disebutkan sebagai pengamanan pembiayaan yang memberikan hak atas kekayaan dan tanggungan serta bentuk-bentuk hak milik lainnya (Adam dan Thomas, 2004:43).

Sesungguhnya sukuk bukanlah istilah baru dalam sejarah Islam. Istilah ini sudah dikenal sejak abad pertama hijriyah. Saat itu umat Islam menggunakannya dalam konteks perdagangan antar bangsa. Ia dipergunakan oleh para pedagang pada masa itu sebagai dokumen yang menunjukkan kewajiban finansial yang timbul dari usaha perdagangan dan aktivitas komersial lainnya. Sukuk dikenal sebagai obligasi syariah. Sukuk menunjukkan pemilikan atas asset, dimana klaim didalam sukuk tidak sebuah klaim terhadap *cash* tetapi merupakan klaim pemilikan atas sekumpulan asset.

Berdasarkan Fatwa Dewan Syariah Nasional No 32/DSN-MUI/IX/2002 obligasi syariah atau sukuk adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah. Sukuk mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil margin/fee, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

Pada awalnya, penggunaan istilah obligasi syariah dianggap kontradiktif karena obligasi lekat dengan bunga yang memberikan *fixed income* melalui kupon bunga sepanjang tenornya, sehingga tidak dimungkinkan untuk disyariahkan. Akan tetapi, sebagaimana bank syariah yang menjalankan prinsip syariah dan tetap menghimpun dan menyalurkan dana namun tidak berdasar bunga, obligasi syariah inipun mengalami pergeseran pengertian (Achsien,2003).

Berdasarkan standar syariah *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) No. 17 tentang *investment sukuk* (sukuk

investasi) sukuk adalah sebagai sertifikat dari suatu nilai yang direpresentasikan setelah penutupan pendaftaran, bukti terima nilai sertifikat, dan menggunakannya sesuai rencana. Sama halnya dengan bagian dan kepemilikan atas aset yang jelas, barang, atau jasa, atau modal dari suatu proyek tertentu atau modal dari suatu aktivitas inventasi tertentu.

Definisi sukuk dalam ED PSAK 110, sukuk adalah efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak tertentu (tidak terpisahkan atau tidak terbagi) atas:

- a. Aset berwujud tertentu
- b. Manfaat atas aset berwujud tertentu baik yang sudah ada maupun yang akan ada
- c. Jasa yang sudah ada maupun yang akan ada
- d. Asset proyek tertentu
- e. Kegiatan investasi yang telah ditentukan

Menurut Sudarsono (2007:248), obligasi syariah bukan merupakan surat hutang sebagaimana yang terdapat dalam obligasi konvensional, tetapi lebih merupakan penyertaan dana yang didasarkan pada prinsip bagi hasil. Jadi sukuk atau obligasi syariah pada prinsipnya mirip seperti obligasi konvensional, dengan perbedaan pokok antara lain berupa penggunaan konsep margin dan bagi hasil sebagai pengganti bunga, adanya suatu transaksi pendukung (*underlying transaction*) berupa sejumlah aset yang menjadi dasar penerbitan sukuk, dan adanya akad atau perjanjian antara para pihak yang disusun berdasarkan prinsip-prinsip syariah. Selain itu, sukuk juga harus terbebas dari *riba*, *gharar* dan *maysir*.

2.4.2. Dasar Hukum Obligasi Syariah

Menurut Rahardjo (2004: 142) dasar hukum obligasi syariah di Indonesia adalah sebagai berikut:

1. Pendapat ulama tentang keharaman bunga (*interest*).

2. Pendapat ulama tentang keharaman obligasi yang penghasilannya berbentuk bunga (kupon).
3. Pendapat ulama tentang obligasi syariah yang menggunakan prinsip mudarabah, murabahah, musyarakah, istishna, dan salam.
4. Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 20 DSN/IV/2001 mengenai Pedoman Pelaksanaan Investasi Reksadana Syariah.
5. Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor: 32/DSN-MUI/IX/ 2002 tentang Obligasi Syariah.

Adapun landasan hukum yang menjadi pegangan DSN-MUI dalam menetapkan bolehnya penggunaan obligasi adalah (Firdaus et.all, 2005:77-79),

1. Q.S. al-Maidah [5]: 1, *“Hai orang-orang yang beriman, penuhilah aqad-aqad itu...”*
2. Q.S. al-Isra’ [17]: 34, *“...dan penuhilah janji, sesungguhnya janji itu pasti diminta pertanggung jawaban.”*
3. Q.S. al-Baqarah [2]: 275, *“Orang-orang yang makan (mengambil) riba tidak dapat berdiri melainkan seperti berdirinya orang yang kemasukan syaitan lantaran (tekanan) penyakit gila. 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 (sebelum datang larangan); dan urusannya (terserah) kepada Allah. Orang yang kembali (mengambil riba), maka orang itu adalah penghuni-penghuni neraka; mereka kekal di dalamnya.”*
4. H.R. at-Tirmidzi, *“Perdamaian dapat dilakukan di antara kaum Muslimin kecuali perdamaian yang mengharamkan yang halal atau mengharamkan yang haram; dan kaum Muslimin terikat dengan syarat-syarat mereka kecuali syarat yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram.”*

5. H.R. Ibnu Majah, “*Tidak boleh membahayakan diri sendiri dan diri orang lain.*”
6. Kaidah Fiqh: “*Pada dasarnya semua bentuk muamalah boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkannya.*”; “*Kesulitan dapat menarik kemudahan*”; “*Sesuatu yang berlaku berdasarkan adat/ kebiasaan sama dengan sesuatu yang berlaku berdasarkan syara (selama tidak bertentangan dengan syariah).*”

2.4.3. Karakteristik Obligasi Syariah (Sukuk)

Berdasarkan “Tanya Jawab SBSN seri kedua” (www.dmo.or.id, diakses pada 24 Oktober 2013), sukuk memiliki beberapa karakteristik, antara lain:

- Merupakan bukti kepemilikan suatu asset, hak manfaat, jasa atau kegiatan investasi tertentu;
- Pendapatan yang diberikan berupa imbalan, marjin, dan bagi hasil, sesuai jenis akad yang digunakan dalam penerbitan;
- Terbebas dari unsur *riba*, *gharar*, dan *maysir*;
- Penerbitannya melalui *Special Purpose Vehicle* (SPV);
- Memerlukan adanya *underlying asset* penerbitan; dan,
- Penggunaan proceeds (hasil jual) harus sesuai prinsip syariah.

Sukuk memiliki karakteristik yang berbeda dibandingkan dengan instrumen keuangan konvensional. Perbedaan sukuk dengan obligasi konvensional terletak pada prinsip syariah yang harus menjadi dasar penerbitan sukuk, selain itu setiap penerbitan sukuk harus dijamin oleh asset tertentu (*underlying asset*). Penerbitan sukuk juga harus terbebas dari unsur *gharar*, dan *maysir*. Selain itu, penggunaan dana yang dihasilkan dari penerbitan sukuk tidak boleh dipergunakan untuk pembiayaan hal-hal yang bertentangan dengan prinsip syariah. Touriq (2009) memaparkan perbedaan antara sukuk dengan instrumen keuangan konvensional dalam tabel berikut (lihat tabel 2.1).

Tabel 2.1.

Perbedaan Karakteristik Sukuk dan Instrumen Keuangan Konvensional

Instrumen Keuangan	Karakteristik Instrumen Keuangan	Karakteristik Sukuk
Obligasi	Obligasi merupakan surat utang karena merepresentasikan hutang murni dari penerbit obligasi (emiten).	Sukuk merepresentasikan kepemilikan atas asset yang ada dan atau tertentu, aktivitas dan jasa ekonomi.
Saham	Saham merupakan surat pernyataan yang merepresentasikan kepemilikan menyeluruh atas suatu perusahaan.	Sukuk merepresentasikan kepemilikan yang tak terbagi atas suatu asset, proyek, jasa dan aktivitas yang berhubungan dengan suatu perusahaan.
Derivatif	Derivatif merepresentasikan beberapa turunan kontrak yang berbeda yang dihasilkan dari kontrak dasarnya.	Sukuk hanya berhubungan dengan satu kontrak dan hubungan tersebut permanen.
Sekuritas	Sekuritas biasanya berhubungan dengan konversi pinjaman dan piutang ke sekuritas yang diperdagangkan.	Sukuk adalah sertifikat nilai setara yang dihasilkan dengan proses model sekuritisasi yang merepresentasikan kepemilikan tak terbagi atas asset berwujud, manfaat dan jasa.

Sumber: Touriq (2009).

Perbandingan karakteristik antara obligasi syariah dengan konvensional dapat dilihat dalam tabel 2.2. dengan memasukkan obligasi mudarabah dan obligasi ijarah sebagai berikut:

Tabel 2.2.

Perbandingan Obligasi Konvensional, Syariah Mudharabah dan Ijarah

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

Sumber: Pramono dan Setiawan (2008)

2.4.4. Syarat Menerbitkan Obligasi Syariah

Bagi perusahaan menerbitkan obligasi syariah berarti juga memanfaatkan peluang-peluang tertentu. Perusahaan dapat memperoleh sumber pendanaan yang lebih luas, baik investor konvensional maupun syariah. Selain itu, struktur obligasi syariah yang inovatif juga memberikan peluang untuk memperoleh biaya modal yang kompetitif dan menguntungkan.

Tidak semua perusahaan dapat menerbitkan obligasi syariah, ada beberapa persyaratan yang harus dipenuhi oleh perusahaan, yaitu:

1. Aktivitas utama (*core business*) yang halal, tidak bertentangan dengan substansi Fatwa DSN No.20/DSN-MUI/IV/2001. Fatwa tersebut menjelaskan bahwa jenis kegiatan usaha yang bertentangan dengan syariah islam diantaranya adalah:
 - a. Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
 - b. Usaha lembaga keuangan konvensional (ribawi), termasuk perbankan dan asuransi konvensional.
 - c. Usaha yang memproduksi, mendistribusi dan memperdagangkan makanan dan minuman yang haram.
 - d. Usaha yang memproduksi, mendistribusi dan atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudharat.
2. Peringkat Investment Grade
 - a. Memiliki fundamental usaha yang kuat
 - b. Memiliki fundamental keuangan yang kuat
 - c. Memiliki citra yang baik dengan public
3. Keuntungan tambahan jika termasuk dalam komponen Jakarta Islamic Index.

2.4.5. Struktur Obligasi Syariah

Obligasi syariah sebagai bentuk pendanaan (*financing*) dan sekaligus investasi (*investment*) memungkinkan beberapa bentuk struktur yang dapat ditawarkan untuk tetap menghindarkan pada riba. Berdasarkan pengertian tersebut obligasi syariah dapat memberikan (Sudarsono, 2012:251):

- 1) Bagi hasil berdasarkan akad mudharabah/muqaradah/qirad atau musyarakah adalah kerja sama dengan skema bagi hasil pendapatan atau keuntungan, obligasi jenis ini akan memberikan return dengan penggunaan

term indicative/ expected return karena sifatnya yang floating dan tergantung pada kinerja pendapatan yang dibagihasilkan.

- 2) Margin/fee berdasarkan akad mudharabah atau salam atau istishna atau ijarah. Dengan akad murabahah/salam/istishna/ijarah sebagai bentuk jual beli dengan skema cost plus basis, obligasi jenis ini akan memberikan fixed return.

Di Indonesia, yang digunakan dalam penerbitan obligasi syariah adalah struktur mudharabah (bagi hasil pendapatan) dan struktur ijarah, baik yang telah diterbitkan maupun yang akan diterbitkan dalam waktu dekat, sehingga dikenal adanya obligasi syariah mudharabah dan obligasi syariah ijarah.

Obligasi syariah mudharabah memiliki pedoman khusus yaitu Fatwa No. 33/DSN-MUI/IX/2002. Disebutkan bahwa obligasi syariah mudharabah adalah obligasi syariah yang menggunakan akad mudharabah. Selain telah mempunyai pedoman khusus, terdapat beberapa alasan lain yang mendasari pemilihan struktur ini, diantaranya adalah (Sudarsono, 2012:252):

1. Bentuk pendanaan yang paling sesuai untuk investasi dalam jumlah besar dan jangka yang relatif panjang.
2. Dapat digunakan untuk pendanaan umum (*general financing*) seperti pendanaan modal kerja ataupun pendanaan capital expenditure.
3. Mudharabah merupakan pencampuran kerja sama antara modal dan jasa (kegiatan usaha) sehingga membuat strukturnya memungkinkan untuk tidak memerlukan jaminan atas asset yang spesifik. Hal ini berbeda dengan struktur yang menggunakan dasar akad jual beli yang mensyaratkan atas asset yang didanai.
4. Kecenderungan regional dan global, dari penggunaan struktur murabahah dan bai bi-thaman ajil menjadi mudharabah dan ijarah.

2.4.6. Jenis Obligasi Syariah

Menurut AAOIFI Standard, terdapat 14 bentuk sukuk yaitu sukuk al-ijarah, sukuk ijarah mausufa bitsma, sukuk manfaah al-ijarah, sukuk manfaat al-

ijarahmawsufa bithima, sukuk milkiyat al-khadamat, sukuk al-salam, sukuk istisna', sukuk al-murabahah, sukuk al-musyarakah, sukuk al-mudharabah, sukuk al-wakalah, sukuk al-mudaraah, sukuk al-musaqah dan sukuk al-muqarasah (Adam dan Thomas, 2004:36-37).

Di Indonesia jenis sukuk yang banyak diterbitkan oleh perusahaan di Indonesia yaitu sukuk ijarah dan sukuk mudharabah. Sukuk yang ditawarkan oleh pemerintah terdapat 2 macam yaitu Surat Berharga Syariah Negara dan Sukuk Negara Ritel. Pada dasarnya yang menjadi perbedaan antara kedua jenis sukuk yang dikeluarkan oleh pemerintah yaitu target investor pada sukuk. Jika Surat berharga Syariah Negara memiliki target investor yang ditujukan kepada instansi atau korporasi sedangkan Sukuk Negara Ritel ditujukan kepada investor individu yaitu warga Indonesia.

Menurut AAOIFI (*the Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions*), terdapat banyak jenis sukuk yang dikenal secara internasional, diantaranya:

1. Sukuk *Ijarah* adalah sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad ijarah, yang satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak guna (manfaat) suatu asset kepada pihak lain berdasarkan harga sewa yang disepakati tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan asset itu sendiri.
2. Sukuk *Mudharabah* adalah sukuk yang diterbitkan berdasarkan akad atau perjanjian mudharabah dimana satu pihak menyediakan modal (rab al-maal) dan pihak lain menyediakan tenaga dan keahlian (mudharib), keuntungan dari kerja sama tersebut akan dibagi berdasarkan perbandingan yang telah disetujui sebelumnya. Kerugian yang timbul akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak yang menjadi penyedia modal.
3. Sukuk *Musyarakah* adalah sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad musyarakah dimana dua pihak atau lebih bekerja sama menggabungkan modal untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang telah ada, atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan maupun

kerugian yang timbul ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing pihak.

4. Sukuk *Istisna'* adalah sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *Istisna'* dimana para pihak menyepakati jualbeli dalam rangka pembiayaan suatu proyek/barang. Adapun harga, waktu penyerahan, dan spesifikasi barang/proyek ditentukan terlebih dahulu berdasarkan kesepakatan.

Walaupun bentuk akad yang diterapkan dalam obligasi syariah itu banyak, namun dilihat dari akad yang digunakan sampai saat ini baru dua jenis obligasi syariah yang sedang berkembang di Indonesia yaitu obligasi mudharabah dan ijarah.

1. Obligasi Syariah Mudharabah

Menurut fatwa DSN No. 33/DSN/MUI/XI/2002 tentang obligasi syariah mudharabah dinyatakan bahwa obligasi syariah mudharabah adalah obligasi syariah yang berdasarkan akad mudharabah dengan memperhatikan substansi Fatwa Dewan Syariah Nasional MUI No. 1/DSN-MUI/VI/2000 tentang pembiayaan mudharabah. Emiten dalam obligasi syariah mudharabah adalah mudharib sedangkan pemegang obligasi adalah shahibul maal.

Beberapa hal pokok mengenai obligasi syariah mudharabah menurut fatwa DSN No. 33/DSN/MUI/XI/2002 meliputi:

1. Kontrak atau akad mudharabah harus dituangkan dalam perjanjian perwaliamanatan (*trusty*).
2. Rasio bagi hasil (nisbah) didasarkan pada pembagian pendapatan (*revenue sharing*).
3. Nisbah (*profit and loss sharing*) dapat ditetapkan konstan, meningkat atau menurun tetapi harus ditetapkan dengan jelas didalam kontrak.
4. Penerbit obligasi (emiten) membayar semua keuntungan yang ditetapkan dalam kontrak bagi hasil (*profit and loss sharing*), dan total keuntungan di dalam laporan keuangan.

5. Pembayaran keuntungan atau tingkat penegmbalian ini dapat dilakukan secara periodik.
6. Obligasi mudharabah ini memberikan indikasi tingkat penegmbalian (*return*), sebab besarnya pendapatan bagi hasil (*revenue*) didasarkan pada kinerja yang aktual dari emiten (penerbit).

2. Obligasi Syariah Ijarah

Pengertian obligasi syariah ijarah menurut fatwa DSN No. 41/DSN-MUI/III/2004 tentang obligasi syariah ijarah adalah obligasi syariah berdasarkan akad ijarah dengan memperhatikan substansi Fatwa Dewan Syariah Nasional MUI No. 9/DSN-MUI/IV/2000 tentang pembiayaan ijarah. Pemegang obligasi syariah ijarah dapat bertindak sebagai musta'jir (penyewa) dan dapat pula bertindak sebagai mu'jir (pemberi sewa). Emiten dalam kedudukannya sebagai wakil pemegang OSI dapat menyewa ataupun menyewakan kepada pihak lain dan dapat pula bertindak sebagai penyewa.

2.4.7. Kelebihan Obligasi Syariah

Pada dasarnya kelebihan yang diberikan setiap obligasi kepada penerbit dan investor, baik obligasi syariah maupun konvensional adalah sama, kecuali dalam hal pendapatan. Tetapi obligasi syariah dapat memberikan keuntungan tambahan untuk penerbit dan para investornya. Keuntungan tambahan tersebut yaitu sebagai berikut (Raharjo 2004:35)

1. Keuntungan bagi penerbit, yaitu:
 - a. Dapat menarik investor muslim dan nonmuslim
 - b. Mengembangkan akses pendanaan untuk masuk kedalam institusi keuangan non konvensional
 - c. Memperoleh sumber dana yang kompetitif
 - d. Memperoleh struktur pendanaan yang inovatif dan menguntungkan
 - e. Memberikan alternatif investasi kepada masyarakat pasar modal
2. Keuntungan bagi investor yaitu:

- a. Kemungkinan perolehan dari bagi hasil pendapatan lebih tinggi daripada obligasi konvensional
- b. Obligasi ini aman karena untuk mendanai proyek prospektif
- c. Bila terjadi kerugian (di luar kontrol) investor tetap memperoleh haknya

2.4.8. Risiko Obligasi Syariah (Sukuk)

Menurut Sudarsono (2012:320-321) dibalik kelebihan sukuk ada sejumlah risiko yang perlu diperhatikan. Risiko sukuk dapat dibagi menjadi risiko pasar, risiko operasional dan risiko ketentuan syariah.

- Risiko Pasar
 1. Risiko Tingkat Bunga, sukuk ijarah, Istisna', salam dan yang didasarkan atas *fixed rate* menanggung akibat dari naik turunnya tingkat suku bunga. Kenaikan suku bunga menjadikan tingkat nilai suku kurang diminati oleh investor. *Fixed return* yang menggunakan benchmarking LIBOR di dalam operasi keuangan, namun naik turunnya LIBOR sebagai keniscayaan dalam pasar keuangan dalam jangka pendek dan menengah akan mempengaruhi margin atau bagi hasil sukuk.
 2. Risiko Nilai Tukar (*foreign exchange rate*) dapat dijelaskan bahwa sertifikat sukuk didenominasi di dalam Dolar Amerika (US\$) sehingga naik turunnya nilai rupiah terhadap dolar akan menjadikan nilai pembayaran terhadap investor akan berubah dari nilai awal. Seperti turunnya nilai rupiah terhadap dolar menjadikan beban pembayaran cicilan menjadi semakin besar kepada investor.
- Risiko Operasional Sukuk
 1. Risiko Kegagalan (*default risk*). Didalam kasus obligor gagal untuk membayar sewa ijarah maka pemegang sertifikat berhak untuk membatalkan kontrak dan memaksa obligor untuk membeli kembali asetnya. Kemudian, di dalam kondisi obligor gagal untuk membayar kembali jumlah pokok pemegang sertifikat, dapat berhak untuk mengambil legal opinion dan memaksa obligor untuk melakukan penjadwalan utang kembali.

2. Risiko Pembayaran Kupon (*coupon payment risk*). Obligor mungkin gagal membayar kupon sesuai dengan ketentuan. Apapun penundaan kupon akan menjadi subyek untuk pembayaran, dimana akan diakumulasikan di SPV.
 3. Risiko Pelunasan Aset, bila ada kegagalan dalam pelunasan aset, originator membeli kembali underlying asset dari pemegang sertifikat. Jumlah pokok pembayaran mungkin tidak sama dengan jumlahnya ketika sukuk tersebut dijual pertama kali, sebagai dampaknya dari aset tidak sepenuhnya dilunasi.
 4. Risiko SPV, *the special purpose vehicle* (SPV) di desain sebagai lembaga mandiri dari kebangkrutan dari originator. Dimana risiko *a nation of settlement* SPV, originator akan berhubungan dengan pembayaran-pembayaran melalui *clearinghouse*.
 5. Risiko Investor. Pemegang sertifikat dihadapkan oleh beberapa risiko yang berhubungan dengan struktur sukuk. Risiko manajemen investasi, risiko pembayaran sertifikat sukuk pendek atau menengah, dan risiko tinggi rendahnya nilai investasi.
 6. Risiko berhubungan dengan asset. *Underlying asset* sukuk termasuk subyek dari sejumlah risiko, terutama risiko kerugiandari asset. Berhubungan dengan risiko asset adalah kebutuhan untuk merawat asset dan menjamin *adequate return* bagi pemegang sertifikat.
- Risiko *Syariah complain*, terjadi karena kehilangan nilai asset yang disebabkan oleh penerbit melanggar ketentuan syariah yang telah menjadi kesepakatan kedua belah pihak. Risiko ini terjadi bila *issuer* menginginkan keuntungan dengan menggunakan *underlying asset* yang tidak sesuai dengan syariah, atau bisa juga disebabkan karena issuer melakukan renovasi atas akad yang telah disepakati dikarenakan penerbit tidak mau ada kerugian atas akad yang telah berjalan.

2.5. Perbedaan Obligasi Syariah dengan Obligasi Konvensional

Perbedaan obligasi dan sukuk dapat dilihat dalam tabel sebagai berikut:

Tabel 2.3.
Perbandingan Sukuk Dengan Obligasi

Deskripsi	Sukuk	Obligasi
Penerbit	Pemerintah, Korporasi	Pemerintah, Korporasi
Sifat Instrumen	Sertifikat kepemilikan/ penyertaan atas suatu aset	Instrumen pengakuan hutang
Penghasilan	Imbalan, bagi hasil, margin	Bunga/kupon, capital gain
Jangka Waktu	Pendek-menengah	Menengah-panjang
Underlying Asset	Perlu	Tidak Perlu
Pihak Yang Terkait	Obligor, SPV, investor, trustee	Obligor/issuer, investor
Price	Market price	Market price
Investor	Islami, konvensional	Konvensional
Pembayaran Pokok	Bullet atau amotisisasi	Bullet atau amotisisasi
Penggunaan Hasil Penerbitan	Harus sesuai syariah	Bebas

Sumber: www.dmo.or.id, diakses 24 Oktober 2013

Selain itu, untuk mempertegas perbedaan keduanya, dapat dilihat dalam pelaksanaannya, yaitu haruslah sesuai dengan prinsip syariah. Raharjo (2004: 144-145), mengemukakan bahwa secara umum, ketentuan mekanisme mengenai obligasi syariah adalah sebagai berikut:

- a. Obligasi syariah haruslah berdasarkan konsep syariah yang hanya memberikan pendapatan kepada pemegang obligasi dalam bentuk bagi hasil atau *revenue sharing* serta pembayaran utang pokok pada saat jatuh tempo.

- b. Obligasi syariah mudharabah yang diterbitkan harus berdasarkan pada bentuk pembagian hasil keuntungan yang telah disepakati sebelumnya serta pendapatan yang diterima harus bersih dari unsur non-halal.
- c. Nisbah (rasio bagi hasil) harus ditentukan sesuai kesepakatan sebelum penerbitan obligasi tersebut.
- d. Pembagian pendapatan dapat dilakukan secara periodik atau sesuai ketentuan bersama, dan pada saat jatuh tempo hal itu diperhitungkan secara keseluruhan.
- e. Sistem pengawasan aspek syariah dilakukan oleh DPS atau oleh Tim Ahli Syariah yang ditunjuk oleh Dewan Syariah Nasional MUI.
- f. Apabila perusahaan penerbit obligasi melakukan kelalaian atau melanggar syarat perjanjian, wajib dilakukan pengembalian dana investor dan harus dibuat surat pengakuan utang.
- g. Apabila emiten berbuat kelalaian atau cedera janji, maka pihak investor dapat menarik dananya.
- h. Hak kepemilikan obligasi syariah mudharabah dapat dipindahtangankan kepada pihak lain sesuai kesepakatan akad perjanjian.

2.6. Peringkat Obligasi

Rating obligasi di Indonesia dilakukan oleh PT Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO) yang didirikan pada tahun 1993. Rating dilakukan untuk mengevaluasi risiko instrumen utang. Dengan demikian, saham tidak dirating oleh Pefindo. Rating dilakukan melalui 2 tahap. Tahap pertama, analisis pefindo menyiapkan *review* internal terhadap perusahaan yang mengeluarkan instrumen utang. Analisis tersebut kemudian menyajikan *review* ke manajemen Pefindo untuk didiskusikan. Tahap kedua, rekomendasi rating diberikan kepada komite rating kemudian akan menentukan rating perusahaan tersebut. Komite rating terdiri dari analisis dan manajemen Pefindo, ditambah dua orang dari luar Pefindo dengan tujuan untuk menjaga objektivitas, profesionalisme, dan

independensi rating. Tabel berikut ini menyajikan rating obligasi (Hanafi, 2004:476-477).

Tabel 2.4.
Peringkat Obligasi

Rating	Keterangan
id ^{AAA}	Peringkat tertinggi Kemampuan obligor yang superior Mampu memenuhi kewajiban jangka panjangnya
id ^{AA}	Sedikit dibawah peringkat tertinggi Kemampuan obligor yang kuat
id ^A	Kemampuan obligor yang kuat Cukup peka terhadap perubahan yang merugikan
id ^{BBB}	Kemampuan obligor yang memadai Kemampuan yang diperlemah oleh perubahan yang merugikan
id ^{BB}	Kemampuan obligor agak lemah Terpengaruh oleh perubahan lingkungan bisnis dan ekonomi
id ^B	Perlindungan sangat lemah Obligor masih memiliki kemampuan membayar kewajiban Perubahan lingkungan dapat memperburuk kinerja pembayaran
id ^{CCC}	Obligor tidak mampu lagi memenuhi kewajibannya Bergantung pada perubahan lingkungan eksternal
id ^D	Obligasi ini macet Emiten sudah berhenti usaha
Catatan	Tanda + atau - bisa ditambahkan di belakang rating untuk menegaskan tingkat rating lebih lanjut. Sebagai contoh, suatu perusahaan barangkali mempunyai rating A+, yang berarti rating A tingkat atas.

Sumber : PT PEFINDO 2013

2.7. Menghitung Imbal Hasil dan Risiko Obligasi

2.7.1. Menghitung Imbal Hasil Obligasi

Pendapatan atau imbal hasil atau *return* yang akan diperoleh dari investasi obligasi dinyatakan sebagai *yield*, yaitu hasil yang akan diperoleh investor apabila menempatkan dananya untuk dibelikan obligasi. Sebelum memutuskan untuk berinvestasi obligasi, investor harus mempertimbangkan besarnya *yield* obligasi, sebagai faktor pengukur tingkat pengembalian tahunan yang akan diterima.

Ada 2 (dua) istilah dalam penentuan *yield* yaitu current yield dan yield to maturity (Jogiyanto 2003:127).

1. *Current Yield* adalah rasio tingkat bunga obligasi terhadap harga pasar dari obligasi tersebut. *Current Yield* dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$CY = \frac{C}{P}$$

Dimana:

CY = Current Yield obligasi

C = Pembayaran kupon per tahun untuk obligasi

P = Harga pasar obligasi

2. *Yield to Maturity* (YTM) bisa diartikan sebagai tingkat return majemuk yang akan diterima investor jika membeli obligasi pada harga pasar saat ini dan menahannya sampai jatuh tempo. YTM merupakan ukuran *yield* yang banyak digunakan karena *yield* tersebut mencerminkan *return* dengan tingkat bunga majemuk yang diharapkan investor.

Untuk menghitung YTM dapat digunakan persamaan sebagai berikut:

$$\text{YTM approximation} = \frac{C + \frac{F-P}{n}}{\frac{F+P}{2}} \times 100\%$$

Keterangan:

C = Kupon

n = Periode waktu yang tersisa (tahun)

F = Face Value atau nilai nominal

P = Harga pasar obligasi

Menurut Frank J Fabozzi (2000:256) rumus untuk menghitung harga obligasi adalah sebagai berikut:

$$P = \sum \frac{C}{(1+Y)^t} + \frac{M}{(1+Y)^n}$$

Keterangan:

P = Harga obligasi

n = Periode pembayaran

C = Kupon (pembayaran suku bunga)

Y = Hasil saat jatuh tempo

t = Periode waktu saat menerima pembayaran

M = Nilai maturitas

2.7.2. Menghitung Risiko Obligasi

Risk atau risiko adalah kejadian potensial (*potential events*), baik yang dapat diperkirakan (*anticipated*) maupun yang tidak diperkirakan (*unanticipated*) yang berdampak negatif terhadap pendapatan atau modal. Atau dengan kata lain dapat didefinisikan bahwa risiko adalah kemungkinan terjadinya suatu hasil yang tidak diharapkan, atau secara teknis biasa disebut deviasi standar.

Dalam penelitian ini yang dimaksud dengan risiko adalah deviasi standar dari imbal hasil masing-masing obligasi, yang memberikan gambaran besar kecilnya risiko dari obligasi yang bersangkutan. Untuk menghitung besarnya risiko imbal hasil tertentu digunakan besarnya varian dan deviasi standar, dimana deviasi standar adalah akar dari varian. Rumus untuk menghitung varian YTM adalah sebagai berikut:

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n \left[\frac{(x_i - \bar{x})^2}{i-1} \right]^2$$

Keterangan:

σ^2 = Varian

x_i = Observasi i pada variabel x

\bar{x} = rata-rata contoh nilai untuk variabel X_i

n = jumlah observasi

untuk menghitung standar deviasinya dapat menggunakan rumus:

$$\sigma_{ytm} = \sqrt{\sigma^2_{ytm}}$$

2.8. Menghitung Kinerja Portofolio

Pengukuran kinerja portofolio dilakukan dengan memakai metode sharpe. Indeks sharpe dikembangkan oleh William Sharpe dan sering juga disebut dengan *reward to variability ratio*. Ukuran sharpe ini membagi rata-rata *excess return* dari sampel dengan standar deviasi dari return selama periode waktu tertentu.

Menurut Achisen (2003) Sharpe index diformulasikan sebagai berikut:

$$Si = \frac{(R_i - R_f)}{\sigma_p}$$

Keterangan:

Si = Sharpe index

Ri = return portofolio i pada periode t

Rf = return risk free rate untuk periode t

σ_p = standar deviasi atau total risiko portofolio

2.9. Pengertian Riba, Bunga dan Bagi Hasil

2.9.1. Pengertian Riba

Riba secara bahasa bermakna ziyadah (tambahan). Dalam pengertian lain, secara linguistic, riba juga berarti tumbuh dan membesar. Secara umum ekonom muslim/ulama menegaskan bahwa riba merupakan pengambilan tambahan yang harus dibayarkan, baik dalam transaksi jual beli maupun pinjam meminjam yang bertentangan dengan prinsip syariah. Dengan kata lain riba adalah Penambahan, perkembangan, peningkatan, dan pembesaran yang diterima pemberi pinjaman dari peminjam dari jumlah pinjaman pokok sebagai imbalan karena menanggihkan atau berpisah dari sebagian modalnya selama periode waktu tertentu.

Dalam ajaran agama islam tata cara bermuamalat harus mengikuti perintah dan larangan yang terdapat dalam Al-Quran dan As-Sunnah. Penekanan dalam pelarangan tersebut terutama berkaitan dengan praktek-praktek yang mengandung dan dapat menimbulkan riba. Pelarangan mengenai riba ini didasarkan pada firman Allah SWT dan Sabda Rasulullah Muhammad SAW sebagai berikut: orang-orang yang memakan riba tidak dapat berdiri melainkan seperti berdirinya orang yang kemasukan setan gila. Yang demikian itu karena mereka berkata bahwa jual beli sama dengan riba. Padahal allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. Barang siapa mendapat peringatan dari tuhan-Nya, lalu dia berhenti, maka apa yang telah diperolehnya dahulu menjadi miliknya dan urusannya (terserah) kepada Allah. Barang siapa mengulangi, maka mereka itu penghuni neraka, mereka kekal di dalamnya.

Dari Jubair ra, Rasulullah SAW mencela penerima dan pembayar bunga orang yang mencatat begitu pula yang menyaksikan. Beliau bersabda, Mereka semua sama-sama berada dalam dosa.

Dari ayat dan hadist di atas dijelaskan bahwa Allah dan Rasul-Nya membenci segala kegiatan dalam bentuk riba, karena riba merupakan bentuk penindasan dengan cara mengambil harta orang lain (dzalim) tanpa melakukan usaha/risiko terlebih dahulu.

2.9.2. Pengertian Bunga

Menurut bahasa, *interest* atau bunga adalah uang yang dikenakan atau dibayarkan atas penggunaan uang. Menurut Muhammad bunga adalah tanggungan pada pinjaman uang, yang biasanya dinyatakan dengan persentase dari uang yang dipinjamkan. Pada PSAK 31 bunga dianggap sebagai kelebihan penerimaan pokok kredit.

Dari pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa bunga merupakan kelebihan penerimaan yang dibayarkan selain pokok pinjaman, yang merupakan bonus ataupun timbale balik dari masa penantian pemanfaatan uang (modal) yang telah dipinjamkan. Besarnya bunga telah ditetapkan diawal kontrak, dan

besarnya bunga sewaktu-waktu dapat mengalami kenaikan ataupun penurunan tanpa harus disertai persetujuan dari pihak debitur.

Sedangkan definisi bunga menurut M. Syafi'I Antonio adalah :
“...tanggung jawab pada pinjaman uang, yang biasanya dinyatakan dengan persentase dari uang yang dipinjamkan. Pada definisi tersebut ditekankan bahwa bunga merupakan suatu kewajiban yang harus dibayarkan sama seperti pokok pinjaman, dan besarnya bunga ditentukan dalam bentuk persentase dari pokok pinjaman.

2.9.3. Pengertian Bagi Hasil

Pengertian dari bagi hasil adalah bentuk return (perolehan kembalinya) dari kontrak investasi, dari waktu ke waktu, tidak pasti dan tidak tetap. Besar kecilnya perolehan kembali bergantung pada hasil usaha yang benar-benar terjadi. Prinsip pembagian hasil usaha terbagi 2 (dua) yaitu:

1. Bagi Untung (*Profit sharing*) adalah bagi hasil yang dihitung dari pendapatan setelah dikurangi biaya pengelolaan dana. Dalam system syariah pola ini dapat digunakan untuk keperluan distribusi hasil usaha lembaga keuangan syariah.
2. Bagi hasil (*revenue sharing*) adalah bagi hasil yang dihitung dari total pendapatan pengelolaan dana. Dalam sistem syariah pola ini dihitung dari total pendapatan pengelolaan dana. Pola ini dapat digunakan untuk keperluan distribusi hasil usaha lembaga keuangan syariah.

2.10. Perbedaan Sistem Bagi Hasil dan Bunga

Perbedaan antara sistem bunga dengan bagi hasil akan dijelaskan pada tabel 2.5. sebagai berikut:

Tabel 2.5.

Perbedaan Sistem Bunga dan Bagi Hasil

No.	Perbedaan	Sistem Bunga	Bagi Hasil
1.	Dasar perjanjian penentuan bunga/ bagi hasil	Perjanjian pengenaan bunga tidak berdasarkan keuntungan/ kerugian	Perjanjian bagi hasil berdasarkan pada keuntungan/ kerugian
2.	Dasar perhitungan bunga/ imbalan	Persentase tertentu dari total dana yang dipinjamkan kepada debitur	Besarnya nisbah bagi hasil didasarkan atas jumlah keuntungan yang diperoleh debitur
3.	Kewajiban pembayaran bunga/ bagi hasil	<ul style="list-style-type: none"> - Pembayaran bunga tetap harus dibayar, meskipun usaha debitur mengalami kerugian - Besarnya pembayaran bunga oleh debitur jumlahnya tetap meskipun keuntungan debitur lebih besar dari jumlah yang diperkirakan 	<ul style="list-style-type: none"> - Pembayaran bagi hasil dilakukan apabila debitur memperoleh keuntungan. Sebaliknya bila rugi, jumlah kerugian/ risiko ditanggung kedua belah pihak. - Besarnya imbalan berubah sesuai dengan besarnya kecilnya keuntungan
4.	Persyaratan jaminan	Pembiayaan pada	Persyaratan jaminan

	pembiayaan	umumnya memerlukan penyertaan jaminan berupa barang/ harta debitur	tidak mutlak diperlukan
5.	Objek pembiayaan	Jenis usaha yang dibiayai tidak dibedakan, sepanjang memenuhi persyaratan (bankable)	Jenis usaha yang dibiayai harus sesuai dengan ketentuan syariah
6.	Pandangan prinsip syariah terhadap system bunga	Pembayaran/ pengenaan bunga oleh kreditur kepada nasabah dianggap haram	Pembayaran imbalan berdasarkan bagi hasil sifatnya halal

Sumber: Siamat, (2001)