BAB II
TELAAH PUSTAKA DAN LANDASAN TEORI

A. Telaah Pustaka

Dalam mendukung penelitian ini, penulis menggali beberapa literatur dari berbagai sumber diantaranya :

Penelitian yang dilakukan oleh Heri Fathurahman dan Rachma Fitriati dalam *American Journal of Economics* 2013 dengan judul "Analisis komparatif dari Return sukuk dan Obligasi Konvensional". Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis rasio antara imbal hasil sukuk dan obligasi konvensional menggunakan model perhitungan *Yield to Maturity* (YTM) dan portofolio model optimasi (Model *Markowitz* dan *Single Index Model*). Pengujian dilakukan dengan menggunakan rata-rata, standar deviasi, koefisien korelasi, kovarians dari portofolio, serta statistik uji t. Hasil penelitian menunjukkan bahwa rata-rata sukuk dan obligasi konvensional memiliki perbedaan secara signifikan secara keseluruhan yaitu rata-rata YTM sukuk lebih besar dari obligasi konvensional (Fathurahman & Fitriati, 2013).

Jurnal Al 'Adalah, Vol X, no 1 Januari 2011 oleh Dede Abdul Fatah dengan judul "Perkembangan Obligasi Syari'ah (Sukuk) di Indonesia: Analisis Peluang dan Tantangan" menyatakan bahwa sukuk adalah salah satu instrumen yang memberikan kesempatan muslim dan investor non - muslim untuk berinvestasi di Indonesia .Sehingga, sukuk dapat digunakan untuk membangun perekonomian bangsa dan menciptakan kesejahteraan masyarakat. Namun, kesempatan tersebut bukan tanpa tantangan dan hambatan, salah satunya dalam konteks sosial, hukum SBSN dan lain sebagainya. Para investor yang membeli Sukuk Negara perdana didominasi oleh lembaga konvensional. Oleh karena itu, salah satu inisiatif strategis yang perlu segera dieksekusi dalam upaya untuk mengoptimalkan peluang pengembangan sukuk adalah dengan mensosialisasikan dalam rangka memberikan wawasan kepada masyarakat umum tentang keberadaan sukuk

dengan melibatkan banyak pihak seperti sebagai praktisi, analis, akademisi, dan sarjana di bidang Ekonomi Islam. (Fatah, 2011)

Penelitian yang dilakukan oleh Indah Yuliana dan Dewi Rahmawati dalam Jurnal El-Dinar, Vol. 1, No 1, Januari 2013 dengan judul "Komparasi Kinerja Obligasi Syariah Ijarah dan Obligasi Konvesional Periode 2007–2010". Tujuan dari penelitian ini adalah melihat perbedaan dalam kinerja obligasi konvensional dan sukuk ijarah berdasarkan *nominal yield, yield to maturuty, current yield*, dan *realized yield*. Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan model *independent sampel t-test*. Hasil penelitian pada statistik analisis menggunakan *independent sample t-test* menunjukkan bahwa kinerja obligasi dan sukuk dilihat dari *nominal yield, yield to maturity, current yield*, dan *realized yield* tidak memiliki perbedaan kinerja yang signifikan. Tetapi berdasarkan perbandingan kinerja dari keempat variabel yang digunakan, obligasi syariah ijarah tergolong memiliki kinerja lebih baik daripada obligasi konvensional. Hal tersebut berdasarkan pada *variabel nominal yield, yield to maturity* dan *current yield* (Yuliana & Rahmawati, 2013).

Penelitian yang dilakukan oleh Cut Yulia Fonna dan Evi Mutia, "Perbandingan Tingkat Yield to Maturity (YTM) dan Risiko Pasar pada Sukuk Ijarah dan Sukuk Mudharabah" dalam Simposium Nasional Akuntansi 18 Universitas Sumatera Utara, Medan 16-19 September 2015. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk melihat perbedaan return dan risiko sukuk Ijarah (*Syari'a Ijarah Obligation*) dan sukuk Mudharabah berdasarkan hasil untuk jatuh tempo dan Value at Risk (VAR) dengan menggunakan metode analisis uji *Independent t-Test.* Pada statistik analisis menggunakan sample t-test independent dengan tingkat signifikan 5% berdasarkan *onyield* untuk jatuh tempo, sukuk mudharabah dan sukuk Ijarah, serta risiko pasar, terdapat perbedaan yang signifikan antara sukuk ijarah dan sukuk mudharabah, dimana sukuk ijarah yang memiliki tingkat risiko lebih rendah dari risiko sukuk mudarabah (Fonna & Mutia, 2015).

Penelitian yang dilakukan oleh Burhanuddin dalam Semnas Fekon : Optimisme Ekonomi Indonesia 2013, Antara Peluang dan Tantangan berjudul "Analisis Perbandingan Kinerja Obligasi Syariah Mudharabah dan Ijarah di Bursa Efek Indonesia". Penelitian ini bertujuan untuk melihat perbedaan kinerja obligasi syariah mudharabah dan ijarah berdasarkan *Nominal Yield*, *Current Yield*, dan *Yield To Maturity*. Pengujian dilakukan menggunakan uji homogenitas varians (uji-F) dan analisis uji-t. Hasil analisis statistik dengan menggunakan uji-t dengan level of significant 5% dapat disimpulkan bahwa tidak ada perbedaan kinerja yang signifikan antara obligasi syariah mudharabah dan ijarah. Kemudian berdasarkan nilai rata-rata dari perhitungan variabel kinerja obligasi syariah, diperoleh hasil bahwa obligasi syariah mudharabah memiliki kinerja lebih baik dibandingkan dengan obligasi syariah ijarah. Obligasi syariah mudharabah mampu memberikan rata-rata pendapatan bagi hasil sebesar 16,5%. Sedangkan obligasi syariah ijarah hanya mampu memberikan rata-rata *fee* sebesar 12,1%. Obligasi syariah mudharabah juga memiliki tingkat *current yield* yang lebih baik sebesar 15,8% dibandingkan dengan obligasi syariah ijarah sebesar 11,09%. Sedangkan rata-rata tingkat *Yield To Maturity* obligasi syariah mudharabah sebesar 13,8% dan rata-rata tingkat *yield to maturity* obligasi syariah ijarah sebesar 7,89% (Burhanuddin, 2013)

Penelitian yang dilakukan oleh Najmuddin dan Faisal Amri dalam Jurnal TSARWAH (Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islam) Vol 1 No 1 (Januari-Juni) 2016 dengan judul "Komparasi Obligasi dan Sukuk Sebuah Tinjauan Fenomenologis". Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengkomparasi sukuk dan obligasi, agar nampak perbedaan mendasar antara dua surat berharga tersebut. Hasilnya menyatakan bahwa perbedaan sukuk dan obligasi dapat dikategorikan berdasarkan :

1. Orientasi : Obligasi hanya memperhitungkan keuntungannya semata. Tidak demikian bagi sukuk, disamping memperhatikan keuntungan, sukuk juga harus memperhatikan pula sisi halal haram.

2. keuntungan obligasi didapatkan dari besaran bunga yang ditetapkan, sedangkan keuntungan sukuk akan diterima dari besarnya margin/fee yang ditetapkan ataupun dengan sistem bagi hasil yang didasarkan atas aset dan produksi.
3. sukuk di setiap transaksinya ditetapkan berdasarkan akad, di antaranya adalah akad mudarabah, musyarakah, murabahah, salam, istisna', dan ijarah. Dana yang dihimpun tidak dapat diinvestasikan ke pasar uang dan atau spekulasi di lantai bursa. Sedangkan untuk obligasi tidak terdapat akad di setiap transaksinya.

Selain itu, obligasi dalam memberikan keuntungan (*yield*) berdasarkan pada kupon (bunga) yang kompetitif sehingga akan menarik minat masyarakat untuk berinvestasi obligasi, sedangkan sukuk dalam penentuan keuntungannya didasarkan pada prinsip akad yang digunakan. (Amri, 2016)

Penelitian yang dilakukan oleh Dr. Tahmoures A. Afshar dalam *The Journal of Global Business Management* Vol 9 No 1 Februari 2013 dengan judul "Compare and Contrast Sukuk (Islamic Bonds) with Conventional Bonds, Are they Compatible?". Penelitian ini bertujuan untuk membandingkan dan memperlihatkan perbedaan yang nyata antara obligasi dan sukuk dari sudut pandang yang berbeda, seperti risiko/pengembalian dan kerangka struktural. Hasilnya menunjukkan bahwa dua obligasi ini berhasil memecahkan masalah keuangan umum yang sama: meningkatkan modal untuk kebutuhan permodalan bagi perusahaan atau pemerintah. Namun, ada berbagai perbedaan mendasar antara dua yang membuat kita percaya bahwa efek tersebut menawarkan solusi yang cukup berbeda untuk masalah keuangan yang sama. Obligasi konvensional yang strukturnya atas dasar utang sementara Sukuk merupakan instrumen berbasis ekuitas. Sukuk adalah pilihan ideal dibandingkan dengan obligasi konvensional untuk investor Islam. Alasannya adalah sukuk menerapkan prinsip kepatuhan syariah yang artinya mereka bebas dari transaksi yang dilarang. Selan itu, sukuk juga

memberikan tingkat pengembalian yang lebih besar daripada obligasi. (Afshar, 2013)

Penelitian yang dilakukan oleh Fadma El Mosaid & Rachid Boutti dalam *International Journal of Economics and Finance*; Vol. 6, No. 2; 2014 yang berjudul "*Sukuk* and Bond Performance in Malaysia". Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis kinerja portofolio sukuk dbandingkan dengan portofolio obligasi menggunakan serangkaian indeks TR BPAM untuk semua *Bond Index.* Analisis dilakukan dengan membandingkan mean portofolio sukuk dan obligasi dan mengkorelasikan return portofolio keduanya. Hasilnya menunjukkan bahwa indeks sukuk mengungguli indeks obligasi dan indeks pasar. Selanjutnya hasil untuk korelasi antara portofolio sukuk dan obligasi menunjukkan hasil yang signifikan. (Boutti, 2014)

Penelitian yang dilakukan oleh Rahmawaty dan Muhammad Hafiz Fahrimal dalam Jurnal Dinamika Akuntansi dan Bisnis Vol. 3(1), 2016, pp 70 – 81 yang berjudul "Analisis Kinerja Obligasi dan Sukuk Ijarah Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia". Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis kinerja Obligasi Konvensional dan Sukuk Ijarah korporasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2012 sampai dengan tahun 2015. Hipotesis diuji dengan menggunakan metode *Independent Sample t-test* untuk membandingkan kinerja Obligasi konvensional dan Sukuk Ijarah. Studi ini menemukan bahwa pertama, kinerja Obligasi ini tidak berbeda secara signifikan dari kinerja Sukuk Ijarah dalam hal *Nominal Yield*. Kedua, tidak ada perbedaan kinerja yang signifikan antara Obligasi dan Sukuk Ijarah berdasarkan *Yield To Maturity*. Ketiga, tidak ada perbedaan kinerja yang signifikan antara Obligasi dan Sukuk Ijarah berdasarkan *Current Yield*. Terakhir, tidak ada perbedaan kinerja yang signifikan antara Obligasi dan Sukuk Ijarah berdasarkan *Realized Yield*. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak ada perbedaan kinerja yang signifikan dari Obligasi dan Sukuk Ijarah. (Fahrimal, 2016)

Berdasarkan literatur sebelumnya, dapat disimpulkan bahwa penelitian ini merupakan penelitian lanjutan yang dilakukan oleh peneliti-peneliti sebelumnya, hanya saja dalam penelitian ini penulis mengambil rentang waktu yang lebih panjang, dan objek penelitiannya pun juga berbeda. Jika penelitian sebelumnya hanya mengambil sampel sukuk ijarah, maka dalam penelitian ini mengambil sampel sukuk ijarah dan sukuk mudharabah untuk dibandingkan dengan obligasi konvensional. Penelitian ini menarik untuk dilakukan analisis karena pada dasarnya variabel dalam penelitian ini yaitu *yield* dan harga pasar yang setiap waktu mengalami perubahan baik itu kenaikan ataupun mengalami penurunan, hal ini karena dipengaruhi oleh perubahan pada variabel pasar yang terjadi di Indonesia. Oleh karena itu, perubahan-perubahan tersebut harus selalu dilakukan analisa sehingga setiap waktu selalu ada kebaruan data dan informasi untuk menunjang para investor dalam memutuskan untuk berinvestasi dengan pertimbangan kinerja yang berdasarkan pada *yield* sukuk dan obligasi.

Untuk lebih jelasnya berikut disajikan tabel telaah pustaka untuk memudahkan dalam melihat perbedaan dan kesamaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya :

Tabel 2.1
Literatur Review

No	Penulis	Judul	Metode	Hasil
1.	Heri Fathurahman dan Rachma Fitriati (2013)	Analisis komparatif dari Return sukuk dan Obligasi Konvensional (*American Journal of*	rata-rata, standar deviasi, koefisien korelasi, kovarians dari portofolio, serta statistik uji t	Rata-rata sukuk dan obligasi konvensional memiliki perbedaan secara signifikan secara keseluruhan yaitu rata-rata YTM sukuk lebih besar

		Economics)		dari obligasi konvensional.
2.	Dede Abdul Fatah (2011)	Perkembangan Obligasi Syari'ah (Sukuk) di Indonesia: Analisis Peluang dan Tantangan (Jurnal Al 'Adalah)	Deskriptif Kualitatif	Upaya untuk mengoptimalkan peluang pengembangan sukuk adalah dengan mensosialisasikan dalam rangka memberikan wawasan kepada masyarakat umum tentang keberadaan sukuk dengan melibatkan banyak pihak seperti sebagai praktisi, analis, akademisi, dan sarjana di bidang Ekonomi Islam.
3.	Indah Yuliana dan Dewi Rahmawati (2013)	Komparasi Kinerja Obligasi Syariah Ijarah dan Obligasi Konvesional Periode 2007–2010 (Jurnal El-Dinar)	*Independent sampel t-test*.	Hasil analisis menggunakan *independent sample t-test* menunjukkan bahwa kinerja obligasi dan sukuk dilihat dari *nominal yield, yield to maturity, current yield*, dan *realized yield* tidak memiliki perbedaan kinerja yang signifikan. Tetapi berdasarkan perbandingan kinerja dari keempat variabel yang digunakan, obligasi syariah

				ijarah tergolong memiliki kinerja lebih baik daripada obligasi konvensional. Hal tersebut berdasarkan pada *variabel nominal yield, yield to maturity* dan *current yield*
4.	Cut Yulia Fonna dan Evi Mutia (2015)	Perbandingan Tingkat Yield to Maturity (YTM) dan Risiko Pasar pada Sukuk Ijarah dan Sukuk Mudharabah (	Value at Risk (VAR) , uji *Independent t-Test*	sukuk mudharabah dan sukuk Ijarah, serta risiko pasar, terdapat perbedaan yang signifikan antara sukuk ijarah dan sukuk mudharabah, dimana sukuk ijarah yang memiliki tingkat risiko lebih rendah dari risiko sukuk mudarabah
5.	Burhanuddin (2013)	Analisis Perbandingan Kinerja Obligasi Syariah Mudharabah dan Ijarah di Bursa Efek Indonesia	uji homogenitas varians (uji-F) dan analisis uji-t.	tidak ada perbedaan kinerja yang signifikan antara obligasi syariah mudharabah dan ijarah. Kemudian berdasarkan nilai rata-rata dari perhitungan variabel kinerja obligasi syariah, diperoleh hasil bahwa obligasi syariah mudharabah memiliki kinerja lebih baik

				dibandingkan dengan obligasi syariah ijarah.
6.	Najmuddin dan Faisal Amri (2016)	Komparasi Obligasi dan Sukuk Sebuah Tinjauan Fenomenologis	Deskriptif Kualitatif	Obligasi hanya memperhitungkan keuntungannya semata. Sedangkan sukuk, memperhatikan keuntungan dan sisi halal haram. keuntungan obligasi didapatkan dari besaran bunga, sedangkan sukuk berdasarkan besarnya margin/fee dan bagi hasil yang didasarkan atas aset. sukuk di setiap transaksinya ditetapkan berdasarkan akad, sedangkan untuk obligasi tidak terdapat akad di setiap transaksinya. Keuntungan (*yield*) obligasi berdasarkan pada kupon (bunga), sedangkan sukuk dalam penentuan keuntungannya didasarkan pada prinsip akad yang digunakan.
7.	Dr. Tahmoures A. Afshar	Compare and Contrast Sukuk (Islamic	Deskriptif Kualitatif	Dua obligasi ini berhasil memecahkan masalah keuangan

	(2013)	Bonds) with Conventional Bonds, Are they Compatible? (*The Journal of Global Business Management*)		umum yang sama: Namun, ada berbagai perbedaan mendasar yaitu obligasi konvensional yang strukturnya atas dasar utang sementara Sukuk merupakan instrumen berbasis ekuitas. Sukuk adalah pilihan ideal dibandingkan dengan obligasi konvensional untuk investor Islam. Alasannya adalah sukuk menerapkan prinsip kepatuhan syariah yang artinya mereka bebas dari transaksi yang dilarang. Selan itu, sukuk juga memberikan tingkat pengembalian yang lebih besar daripada obligasi
8.	Fadma El Mosaid & Rachid Boutti (2014)	*Sukuk* and Bond Performance in Malaysia (*International Journal of Economics and Finance*)	Uji mean dan uji korelasi	Indeks sukuk mengungguli indeks obligasi dan indeks pasar. Selanjutnya hasil untuk korelasi antara portofolio sukuk dan obligasi menunjukkan hasil yang signifikan.

9.	Rahmawaty dan Muhammad Hafiz Fahrimal (2016)	Analisis Kinerja Obligasi dan Sukuk Ijarah Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (Jurnal Dinamika Akuntansi dan Bisnis)	*Independent Sample t-test*	Tidak ada perbedaan kinerja yang signifikan dari Obligasi dan Sukuk Ijarah berdasrkan *Nominal Yield*, *Yield To Maturity*, *Current Yield*, *Realized Yield*
10.	Hasnah (2017)	Studi Komparatif antara Kinerja Sukuk Korporasi dan Obligasi Korporasi yang Tercatat di BEI Tahun 2011-2015	Uji rata-rata, Uji Homogenitas varian, dan *Independent sample t test*	Tidak terdapat perbedaan Kinerja YTM sukuk korporasi (Ijarah dan mudharabah) dengan obligasi korporasi (*Fixed bond*) berdasarkan uji statistika dan rata-rata YTM sukuk > YTM obligasi. Tidak terdapat perbedaan antara kinerja CY Sukuk dan obligasi berdasarkan uji statistika dan berdasarkan rata-rata CY sukuk > CY obligasi.

B. Landasan Teori

1. Konsep Obligasi Konvensional

a. Pengertian Obligasi

Kata "obligasi" berasal dari bahasa Belanda, yaitu *Obligatie* atau *Verplichting* atau *Obligaat*, yang berarti kewajiban yang tidak dapat ditinggalkan, atau surat utang suatu pinjaman negara atau daerah swapraja atau perseroan dengan bunga tetap untuk si pemegang (Umam, 2013, p. 160).

Dalam Undang-Undang Pasar Modal tidak terdapat definisi obligasi secara eksplisit, tetapi terdapat kata "obligasi" pada pasal 1 butir 5, penjelasan Pasal 21 ayat (3), Pasal 24 ayat (1), dan penjelasan Pasal 25 ayat (1), yang menyatakan bahwa obligasi termasuk salah satu jenis efek. Ketentuan yang lebih jelas terdapat pada penjelasan Pasal 51 ayat (4), yang menyebutkan bahwa obligasi sebagai contoh efek yang bersifat utang jangka panjang. Obligasi adalah bukti utang dari emiten yang mengandung janji pembayaran bunga atau janji lainnya serta pelunasan pokok pinjaman yang dilakukan pada tanggal jatuh tempo, sekurang-kurangnya tiga tahun sejak tanggal emisi (Pasal 1 butir 34 Keputusan Menteri Keuangan No. 1548/KMK.013/1990 sebagaimana telah diubah dengan keputusan Menteri Keuangan No. 1199/KMK.010/1991). Obligasi juga dapat diartikan sebagai salah satu instrumen yang bersifat utang yang diperdagangkan di bursa efek dan jangka waktu jatuh temponya lebih dari satu tahun (Umam, 2013, p. 161).

Dalam buku yang berjudul Investasi pada Pada Pasar Modal Syariah karangan Nurul Huda dan Mustafa Edwin Nasution, menjelaskan bahwa obligasi adalah surat utang yang dikeluarkan oleh emiten (dapat berupa badan hukum/perusahaan atau pemerintah) yang memerlukan dana untuk kebutuhan operasi maupun ekspansi mereka. Selain itu obligasi juga dapat diartikan

sebagai surat utang jangka panjang yang diterbitkan oleh suatu lembaga, dengan nilai nominal (nilai par/*par value)* dan waktu jatuh tempo tertentu. Penerbit obligasi bisa perusahaan swasta, BUMN atau pemerintah, baik pemerintah pusat maupun daerah (Huda & Nasution, 2008, p. 83).

b. Karakteristik Obligasi

Perusahaan yang meminjam dana melalui alat utang jangka panjang seperti obligasi, pasti memberikan pendapatan kepada investor berupa bunga atau kupon. Untuk lebih jelasnya, Huda & Nasution (2008) menjelaskan teradapat beberapa karakteristik obligasi sebagai instrumen utang jangka panjang (www.sinarharapan.co.id) yang harus dipahami, yaitu : (p. 83)

1) Nilai Obligasi (Jumlah Dana yang Dipinjam); dalam penerbitan obligasi maka perusahaan akan dengan jelas menyatakan jumlah dana yang dibutuhkan. Istilah ini dikenal dengan "jumlah emisi obligasi".
2) Jangka Waktu Obligasi; setiap obligasi mempunyai masa jatuh tempo atau berakhirnya masa pinjaman (*maturity*). Secara umum masa jatuh tempo obligasi di Indonesia adalah 5 tahun. Ada yang 1 tahun, dan ada pula yang sampai 10 tahun.
3) Tingkat Suku Bunga; untuk menarik minat para investor, maka perusahaan harus memberikan insentif yang menarik berupa bunga yang relatif lebih besar daripada tingkat suku bunga perbankan, misalkan 14 persen, 15 persen per tahun. Istilah tingkat suku bunga dalam istrumen obligasi dikenal dengan nama kupon obligasi.
4) Jadwal Pembayaran; kewajiban pembayaran kupon obligasi oleh perusahaan penerbit dilakukan secara berkala sesuai dengan kesepakatan sebelumnya, bisa dilakukan triwulan-an, semesteran atau tahunan.

c. Struktur Obligasi

Sebagai sebuah instrumen investasi dan keuangan, obligasi akan dianggap sebagai surat utang apabila memenuhi berbagai persyaratan yang ditentukan dan diatur dalam struktur obligasi. Ada beberapa struktur penting dalam obligasi anatara lain : (Rahardjo, 2003)

1) Prisipal (prinsipal)

Adalah nilai utang atau jumlah pokok pinjaman (kewajiban) yang harus dibayar kembali pada saat jatuh tempo serta dipisahkan dari jumlah pendapatan bunga. Secara umum istilah prinsipal dalam obligasi bisa dinamakan sebagai nilai nominal obligasi (face value) yang tercantum dalam sertifikat obligasi tersebut. Nilai pembayaran obligasi pada saat jatuh tempo selalu dibayar penuh sesuai dengan nilai yang tercantum. Walaupun harga obligasi di pasar mengalami penurunan signifikan tetapi pada saat jatuh tempo pihak penerbit (emiten) harus menebus obligasi tersebut sesuai nilai nominalnya.

2) Harga obligasi

Sebagai instrumen perdagangan dan investasi, harga obligasi selalu berfluktuasi sesuai kondisi pasar dan dipengaruhi oleh beberapa faktor antara lain ; tingkat kupon, rating obligasi, nilai obligasi, periode jatuh tempo, likuiditas obligasi dan tipe obligasi.

3) Par

Adalah nilai 100% dari harga nominl obligasi. setiap nilai nominal obligasi pada mekanisme perdagangan di pasar ditentukan dalam satuan % (persentase) istilahnya par.

4) *Coupon*

Adalah pendapatan berupa suku bunga yang akan diterima oleh pemegang obligasi sesuai perjanjian dengan penerbit obligasi tersebut. biasanya pembayarn pendapatan kupon tersebut dilakukan secara periode tertentu. Bisa berjangka kuartal, semesteran atau tahunan. Pembayaran kupon ini ditentukan sebelumnya sampai jatuh tempo.

5) *Maturity* (jatuh tempo)

Setiap obligasi mempunyai masa jatuh tempo atau dikenal dengan istilah *maturity date* yaitu tanggal dimana nilai pokok obligasi tersebut harus dilunasi oleh penerbit obligasi. Emiten obligasi mempunyai kewajiban mutlak untuk membayar nilai nominal obligasi kepada pemegang obligasi pada saat jatuh tempo (biasanya tercantum pada kesepakatan yang dibuat sebelumnya)

d. Jenis Obligasi

Jenis Obligasi berdasarkan Penerbitannya antara lain : (Sulistyastuti, 2002, p. 53)

1) Obligasi Pemerintah Pusat (*government bond*)
2) Obligasi Pemerintah Daerah (*municipal bond*), yang terdiri atas *general obligation bond* dan *revenue bond*. *General obligation bond* adalah jenis *municipal bond* yang sumber arus kasnya dari penerimaan pajak. Sedangkan *revenue bond* merupakan jenis *municipal bond* yang membayarkan kupon maupun pokok pinjaman dari proyek yang dibiayainya.
3) Obligasi Badan Usaha Milik Negara (*state owned company bond*)
4) Obligasi Perusahaan Swasta (*corporate bond*)

Jenis Obligasi Berdasarkan Jenis Kupon : (Sulistyastuti, 2002, p. 54)

1) *Fixed rate obligasi* : obligasi yang memberikan tingkat kupon tetap sejak diterbitkan hingga jatuh tempo.
2) *Floating rate obligasi* : obligasi yang tingkat bunganya mengikuti tingkat kupon yang berlaku di pasar
3) *Mixed rate bonds* : obligasi yang memberikan tingkat kupon tetap untuk periode tertentu misal 1-3 tahun dan setelah 3 tahun tingkat bunganya mengikuti tingkat bunga pasar.

Menurut Yuliati dkk (1996), ada beberapa jenis obligasi yang dapat diterbitkan perusahaan, yaitu sebagai berikut : (p. 153)

1) Mortgage bond

   Mortgage bond adalah obligasi yang dijamin dengan aktiva tetap. Penerbit obligasi akan menentukan aktiva tetap yang akan dipakai sebagai jaminan. Di pihak lain, calon pembeli *mortgage bond* akan menilai jaminan yang ditawarkan oleh penerbit obligasi. kesepakatan kedua belah pihak ini kemudian akan dituangkan dalam suatu persetujuan formal yang disebut *indenture*.
2) Debenture

   Berbeda dengan *mortgage bond*, *debenture* tidak dijamin dengan suatu aktiva tertentu. Penerbitan *debenture* umumnya akan tergantung pada karakteristik aktiva dan kredibilitas perusahaan penerbit. Bagi perusahaan yang memiliki kredibilitas yang tinggi, penerbitan *debenture* tetap akan menarik minat calon kreditur. Sementara itu karakteristik aktiva juga akan mendorong penerbitan *debenture*. Perusahaan yang sebagian aktivanya tertanam dalam bentuk persediaan atau piutang akan sulit menerbitkan obligasi yang dijamin (*secured bond*).

3) Subordinated debenture

Subordinated debenture memiliki karakteristik yang hampir sama dengan debenture. Istilah *Subordinate* berarti bawha *Subordinated debenture* baru akan dibayarkan apabila suatu jenis hutang yang lain telah dilunasi. Penentuan jenis-jenis hutang yang akan dilunasi terlebih dahulu (sebelum *Subordinated debenture* dapat dilunasi) akan ditunjukkan dalam *indenture*. *Subordinated debenture* mungkin akan dibayarkan setelah seluruh hutang wesel dilunasi, atau mungkin pula setelah seluruh hutang perusahaan telah dilunasi. Semakin banyak jenis hutang yang harus didahulukan pelunasannya, maka *Subordinated debenture* akan semakin berisiko.

4) Convertible bond

Obligasi konversi (*convertible bond*) adalah obligasi yang dapat dikonversikan menjadi saham biasa pada waktu tertentu.

5) Warrant

Warrant adalah sebuah opsi yang memberikan kesempatan kepada pemegangnya untuk membeli saham biasa pada harga tertentu. *Warrant* dapat diterbitkan bersama-sama dengan obligasi biasa. Obligasi yang disertai dengan *warrant* pada dasarnya merupakan sebuah obligasi konversi. Besarnya *coupon rate* dari jenis ini akan lebih rendah daripada obligasi biasa.

6) Income bond

Income bond adalah obligasi yang tidak menjanjikan pembayaran bunga (*coupon interest payment*) secara reguler. Bunga baru akan dibayarkan jika perusahaan memiliki dana untuk pembayarannya. Dengan demikian pembayaran bunga akan ditentukan oleh tingkat keuntungan perusahaan. Hal ini

akan membebaskan penerbit obligasi (perusahaan) dari risiko kebangkrutan akibat ketidakmampuan perusahaan dalam membayar bunga, namun akan berisiko bagi para investor karena ketidakpastian dalam pembayaran bunga.

7) Putable bond

Putable bond adalah obligasi yang memberi hak kepada pemegangnya untuk menjual obligasi yang dimiliki ke penerbit obligasi seharga nilai nominal obligasi tersebut. Hak ini baru dapat digunakan apabila perusahaan menempuh kebijakan-kebijakan tertentu yang dapat membahayakan posisi kreditur (misalnya perusahaan melakukan *leverage buyout*).

8) Indexed (purchasing power) bond

Indexed (purchasing power) bond umumnya sering dijumpai di negara-negara yang memiliki tingkat inflasi yang tinggi. Secara umum, *Indexed bond* dapat diartikan sebagai obligasi yang menyesuaikan pembayaran bunganya dengan indeks inflasi.

9) Zero Coupon bond

Zero Coupon bond adalah obligasi yang tidak memberikan pembayaran bunga. Sebagai gantinya, obligasi akan dijual dengan diskon tertentu. Pada saat *maturity date,* investor akan menerima pembayaran sebesar *par value* obligasi. dengan demikian tingkat keuntungan akan ditentukan oleh selisih harga beli obigasi dan *par value*nya, serta oleh periode waktu sebelum *maturity date*. Semakin lama periode jatuh tempo obligasi, tingkat keuntungan yang diperoleh investor akan semakin kecil.

2. Konsep Sukuk

a. Pengertian Sukuk

Sukuk berasal dari kata *sukuk* yang merupakan bentuk jamak dari *sakk* yang berarti dokumen, surat berharga, akte, cek. AAOIFI mendefinisikan sukuk sebagai surat berharga bernilai sama yang merupakan bukti kepemilikan yang dibagikan atas suatu aset, hak manfaat dan jasa-jasa atau kepemilikan atas proyek atau kegiatan investasi tertentu (Soemitra, 2014, p. 130).

Merujuk pada Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 32/DSN-MUI/IX/2002, 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 berupa bagi hasil/margin/fee, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo (Huda & Nasution, 2008, p. 87).

b. Landasan Pelarangan Obligasi

QS. Al-Baqarah : 275

ٱلَّذِينَ يَأْكُلُونَ ٱلرِّبَوٰاْ لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ ٱلَّذِى
يَتَخَبَّطُهُ ٱلشَّيْطَٰنُ مِنَ ٱلْمَسِّ ۚ ذَٰلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوٓاْ إِنَّمَا ٱلْبَيْعُ مِثْلُ
ٱلرِّبَوٰاْ ۗ وَأَحَلَّ ٱللَّهُ ٱلْبَيْعَ وَحَرَّمَ ٱلرِّبَوٰاْ ۚ فَمَن جَآءَهُۥ مَوْعِظَةٌ مِّن رَّبِّهِۦ
فَٱنتَهَىٰ فَلَهُۥ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُۥٓ إِلَى ٱللَّهِ ۖ وَمَنْ عَادَ فَأُوْلَٰٓئِكَ
أَصْحَٰبُ ٱلنَّارِ ۖ هُمْ فِيهَا خَٰلِدُونَ ﴿٢٧٥﴾

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.* (Al-Baqarah : 275)

Umam (2013) menjelaskan bahwa dalam sebuah kaidah fiqih juga telah dijelaskan mengenai kebolehan dari transaksi yang tidak terdapat larangan di dalam al-qur'an, yaitu kaidah yang artinya : Pada dasarnya, semua bentuk muamalah boleh dilakukan, kecuali ada dalil yang mengharamkannya. Artinya, investasi dalam bentuk instrumen sukuk diperbolehkan selagi tidak bertentangan dengan syariah yakni tidak terdapat unsur gharar, riba, maysir, risywah, dzulm, dll.

c. Karakteristik Sukuk

Setiap instrumen pasti memiliki karakteristiknya masing-masing, begitupun dengan sukuk. Sukuk memiliki beberapa karakteristik yang menjadi pembeda dengan instrumen obligasi konvensional, antara lain: (Umam, 2013, p. 178)

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, maysir
4) Penerbitannya melalui *Special Purpose Vehicle* (SPV)
5) Memerlukan *underlying asset*
6) Penggunaan *proceeds* harus sesuai prinsip syariah

Underlying aset adalah aset yang menjadi dasar dalam penerbitan sukuk, yang dapat terdiri atas : (Umam, 2013 p. 190)

1) Aset berwujud tertentu
2) Nilai manfaat atas aset berwujud
3) Jasa
4) Aset proyek, dan ;
5) Kegiatan investasi yang telah ditentukan

d. Jenis-jenis Sukuk

Sukuk yang diterbitkan dalam sistem keuangan nasional terdiri dari sukuk yang diterbitkan oleh pihak swasta yaitu sukuk korporasi dan sukuk yang diterbitkan oleh pemerintah yaitu sukuk negara (Soemitra, 2014, p. 277).

1) Sukuk Korporasi

Sukuk korporasi merupakan jenis obligasi syariah yang diterbitkan oleh suatu perusahaan yang memenuhi prinsip syariah. Bapepam dan LK mewajibkan penerbitan sukuk korporasi mengikuti ketentuan yang diatur dalam peraturan IX.A.13 tentang penerbitan Efek Syariah dan IX.A.14 tentang akad-akad Penerbitan Efek Syariah.

2) Sukuk Negara

Sukuk negara atau Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) adalah surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing. Dasar hukum penerbitan sukuk negara yakni UU No. 19 tahun 2008 tentang SBSN dan peraturan pelaksanaannya, yaitu PP No. 56 tahun 2008 tentang Perusahaan Penerbit Surat Berharga Syariah Negara, PP No. 57 tentang Pendirian Perusahaan Penerbit Surat Berharga

Syariah Negara Indonesia, PP No. 67 tahun 2008 tentang Perusahaan Penerbit Surat Berharga Syariah Negara Indonesia I, PP No. 51 tahun 2010 tentang Perusahaan Penerbit Surat Berharga Syariah Negara Indonesia II, PP No. 56 tahun 2011 tentang Pembiayaan Proyek Melalui Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara, PMK No. 218/PMK.08/2008 tentang Penerbitan dan Penjualan Surat Berharga Syariah Negara Ritel di Pasar Perdana Dalam Negeri, PMK No. 118/PMK.08/2008 tentang Penerbitan dan Penjualan SBSN Ritel dengan cara *Bookbuilding.* Di Pasar Perdana Dalam Negeri, PMK No. 152/PMK.08/2008 tentang Penerbitan SBSN dalam Valuta Asing di Pasar Perdana Internasional, PMK No. 05/PMK.08/2012 tentang Penerbitan dan Penjualan SBSN di Pasar Perdana dalam Negeri dengan Cara Lelang, PMK No. 75/PMK.08/2009 tentang Penerbitan dan Penjualan SBSN Ritel dengan Cara Penempatan Langsung (*Private Placement*) di Pasar Perdana Dalam Negeri, PMK No. 129/PMK.08/2008 tentang Perubahan atas Peraturan Menteri Keuangan No. 125/PMK.08/2008, serta PMK No. 129/PMK.08/2011 tentang Penggunaan Proyek sebagai Dasar Penerbitan SBSN.

Adapun jenis sukuk yang dikenal secara internasional dan telah mendapatkan *endorsment* dari AAOIFI antara lain : (Umam, 2013, p. 180)

1) Sukuk Ijarah

Yaitu akad pemindahan hak guna (manfaat) atas suatu barang/jasa dalam waktu tertentu melalui pembayaran sewa, tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan atas barang

tersebut. Pemegang sukuk akan mendapatkan keuntungan berupa *fee* dari aset yang disewakan.

Dalam Fatwa DSN MUI No. 41/DSN-MUI/III/2004 telah menjelaskan bagaimana kebolehan dari sukuk dengan akad ijarah berdasarkan pada firman Allah SWT dalam QS. Al-Baqarah ayat 233 sebagai berikut :(Manan, 2009 p. 374)

.... وَإِنْ أَرَدتُّمْ أَن تَسْتَرْضِعُوٓاْ أَوْلَٰدَكُمْ فَلَا جُنَاحَ عَلَيْكُمْ إِذَا سَلَّمْتُم مَّآ ءَاتَيْتُم بِٱلْمَعْرُوفِ ۗ وَٱتَّقُواْ ٱللَّهَ وَٱعْلَمُوٓاْ أَنَّ ٱللَّهَ بِمَا تَعْمَلُونَ بَصِيرٌ ﴿٢٣٣﴾

> *".....dan jika kamu ingin anakmu disusukan oleh orang lain, Maka tidak ada dosa bagimu apabila kamu memberikan pembayaran menurut yang patut. bertakwalah kamu kepada Allah dan ketahuilah bahwa Allah Maha melihat apa yang kamu kerjakan".*

Dari ayat diatas menjelaskan bahwa adanya kebolehan dalam menyewa jasa seseorang yang berdasarkan ayat diatas yakni menyewa jasa orang lain untuk menyusui anaknya, dengan syarat harus ditunaikan pembayaran upahnya secara layak. Berdasarkan *istidlal* ini, kontrak obligasi berdasarkan prinsip ijarah bisa digunakan dan terdapat landasan syariah yang jelas, dengan catatan adanya pembayaran *return* bagi pihak yang disewa jasanya. (Manan, 2009 p. 388)

2) Sukuk Mudharabah

Adalah kerjasama dengan skema bagi hasil pendapatan atau keuntungan. Obligasi jenis ini akan memberikan return dengan menggunakan *term*

indicative/expected return karena sifatnya yang *floating* dan bergantung pada kinerja pendapatan yang dibagihasilkan.

Landasan akad mudharabah terdapat dalam QS. Al-Muzzammil ayat 20 :(Suwiknyo, 2010 p. 182)

۞ إِنَّ رَبَّكَ يَعۡلَمُ أَنَّكَ تَقُومُ أَدۡنَىٰ مِن ثُلُثَيِ ٱلَّيۡلِ وَنِصۡفَهُۥ وَثُلُثَهُۥ
وَطَآئِفَةٞ مِّنَ ٱلَّذِينَ مَعَكَۚ وَٱللَّهُ يُقَدِّرُ ٱلَّيۡلَ وَٱلنَّهَارَۚ عَلِمَ أَن لَّن
تُحۡصُوهُ فَتَابَ عَلَيۡكُمۡۖ فَٱقۡرَءُواْ مَا تَيَسَّرَ مِنَ ٱلۡقُرۡءَانِۚ عَلِمَ أَن
سَيَكُونُ مِنكُم مَّرۡضَىٰ وَءَاخَرُونَ يَضۡرِبُونَ فِي ٱلۡأَرۡضِ يَبۡتَغُونَ
مِن فَضۡلِ ٱللَّهِ وَءَاخَرُونَ يُقَٰتِلُونَ فِي سَبِيلِ ٱللَّهِۖ فَٱقۡرَءُواْ مَا
تَيَسَّرَ مِنۡهُۚ وَأَقِيمُواْ ٱلصَّلَوٰةَ وَءَاتُواْ ٱلزَّكَوٰةَ وَأَقۡرِضُواْ ٱللَّهَ قَرۡضًا
حَسَنًاۚ وَمَا تُقَدِّمُواْ لِأَنفُسِكُم مِّنۡ خَيۡرٖ تَجِدُوهُ عِندَ ٱللَّهِ هُوَ
خَيۡرٗا وَأَعۡظَمَ أَجۡرٗاۚ وَٱسۡتَغۡفِرُواْ ٱللَّهَۖ إِنَّ ٱللَّهَ غَفُورٞ رَّحِيمُۢ ٢٠

"Sesungguhnya Tuhanmu mengetahui bahwasanya kamu berdiri (sembahyang) kurang dari dua pertiga malam, atau seperdua malam atau sepertiganya dan (demikian pula) segolongan dari orang-orang yang bersama kamu. dan Allah menetapkan ukuran malam dan siang. Allah mengetahui bahwa kamu sekali-kali tidak dapat menentukan batas-batas waktu-waktu itu, Maka Dia memberi keringanan kepadamu, karena itu bacalah apa yang mudah (bagimu) dari Al Quran. Dia mengetahui bahwa akan ada di antara kamu orang-orang yang sakit dan orang-orang yang berjalan di muka bumi mencari sebagian karunia Allah; dan orang-orang yang lain lagi berperang di

jalan Allah, Maka bacalah apa yang mudah (bagimu) dari Al Quran dan dirikanlah sembahyang, tunaikanlah zakat dan berikanlah pinjaman kepada Allah pinjaman yang baik. dan kebaikan apa saja yang kamu perbuat untuk dirimu niscaya kamu memperoleh (balasan)nya di sisi Allah sebagai Balasan yang paling baik dan yang paling besar pahalanya. dan mohonlah ampunan kepada Allah; Sesungguhnya Allah Maha Pengampun lagi Maha Penyayang".

Dalam ayat diatas terdapat kata dharb yang menunjukkan upaya seseorng untuk mencari rezekinya di jalan Allah. (Suwiknyo, 2010 p. 185). Dalam implementasinya pada sukuk yaitu perusahaan (emiten) yang memerlukan dana untuk modal kerja atau ekspansi yang kemudian mengelola dana milik investor dengan bagi hasil keuntungan.

3) Sukuk Musyarakah

Yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad musyarakah, yaitu dua pihak atau lebih bekerjasama menggabungkan modal untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang telah ada, atau membiayai kegiatan usaha. Landasan untuk akad musyarakah terdapat dalam QS. Shaad ayat 23-24: (Suwiknyo, 2010)

إِنَّ هَٰذَآ أَخِى لَهُۥ تِسْعٌ وَتِسْعُونَ نَعْجَةً وَلِىَ نَعْجَةٌ وَٰحِدَةٌ فَقَالَ
أَكْفِلْنِيهَا وَعَزَّنِى فِى ٱلْخِطَابِ ﴿٢٣﴾ قَالَ لَقَدْ ظَلَمَكَ بِسُؤَالِ
نَعْجَتِكَ إِلَىٰ نِعَاجِهِۦ ۖ وَإِنَّ كَثِيرًا مِّنَ ٱلْخُلَطَآءِ لَيَبْغِى بَعْضُهُمْ
عَلَىٰ بَعْضٍ إِلَّا ٱلَّذِينَ ءَامَنُوا۟ وَعَمِلُوا۟ ٱلصَّٰلِحَٰتِ وَقَلِيلٌ مَّا هُمْ

وَظَنَّ دَاوُۥدُ أَنَّمَا فَتَنَّٰهُ فَٱسْتَغْفَرَ رَبَّهُۥ وَخَرَّ رَاكِعًا وَأَنَابَ ۩

٢٤

”23. Sesungguhnya saudaraku ini mempunyai sembilan puluh sembilan ekor kambing betina dan aku mempunyai seekor saja. Maka Dia berkata: "Serahkanlah kambingmu itu kepadaku dan Dia mengalahkan aku dalam perdebatan. 24. Daud berkata: "Sesungguhnya Dia telah berbuat zalim kepadamu dengan meminta kambingmu itu untuk ditambahkan kepada kambingnya. dan Sesungguhnya kebanyakan dari orang-orang yang berserikat itu sebahagian mereka berbuat zalim kepada sebahagian yang lain, kecuali orang-orang yang beriman dan mengerjakan amal yang saleh; dan Amat sedikitlah mereka ini". dan Daud mengetahui bahwa Kami mengujinya; Maka ia meminta ampun kepada Tuhannya lalu menyungkur sujud dan bertaubat”.

Ayat diatas menunjukkan adanya perserikatan dalam kepemilikan harta, yaitu terjadi atas dasar akad (ikhtiyari). Etika dasar dalam perserikatan yaitu *pertama*, memilih partner yang beriman dan shaleh, *kedua*, memiliki perhitungan yang jelas, *ketiga*, dapat dipercaya sehingga tidak saling mengkhianati dan *keempat*, apabila terjadi sengketa sudah semestinya diselesaikan dengan cara yang baik dengan bantuan pihak lain. (Suwiknyo, 2010 p. 192)

4) Sukuk Istisna’

Yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad istisna’, yaitu para pihak menyepakati jual beli dalam rangka pembiayaan suatu proyek/barang. Harga, waktu penyerahan dan spesifikasi barang/proyek ditentukan terlebih dahulu berdasarkan kesepakatan.

Kebolehan akad istisna' didasarkan pada firman Allah SWT dalam QS. Al-Baqarah ayat 282 : (Muhammad, 2010 p. 204)

يَٰٓأَيُّهَا ٱلَّذِينَ ءَامَنُوٓاْ إِذَا تَدَايَنتُم بِدَيۡنٍ إِلَىٰٓ أَجَلٖ مُّسَمّٗى فَٱكۡتُبُوهُۚ وَلۡيَكۡتُب بَّيۡنَكُمۡ كَاتِبُۢ بِٱلۡعَدۡلِۚ ....

"Hai orang-orang yang beriman, apabila kamu bermu'amalah tidak secara tunai untuk waktu yang ditentukan, hendaklah kamu menuliskannya. dan hendaklah seorang penulis di antara kamu menuliskannya dengan benar...."

5) Sukuk Salam

Dalam bentuk ini dana dibayarkan di muka dan komoditas menjadi utang. Dana juga dalam bentuk sertifikat yang merepresentasikan utang. Sertifikat ini juga tidak dapat diperdagangkan. Sebagaimana landasan sukuk istisna', QS al-Baqarah ayat 282 juga merupakan landasan untuk akad salam. (Muhammad, 2010 p. 178) Selain itu QS al-Baqarah ayat 275 juga dapat dijadikan sebagai landasan untuk akad salam maupun istisna'.

3. Perbedaan Dasar Sukuk dengan Obligasi Konvensional

Perbedaan pokok antara sukuk dan obligasi konvensional terletak pada konsep imbalan/bagi hasil, dan adanya transaksi pendukung (*underlying transaction*) berupa akad atau perjanjian antara pihak yang disusun berdasarkan prinsip syariah (Umam, 2013).

Secara sederhana perbedaan sukuk dengan obligasi konvensional dapat dilihat pada tabel berikut : (Soemitra, 2014)

Tabel 2.2
Perbedaan Sukuk dengan Obligasi Konvensional

Keterangan	Obligasi	Sukuk
Hubungan antara penerbit dan investor	Pinjaman	Jual beli, sewa, kongsi, atau hubungan perwakilan
Karakteristik	Hutang	Bisa berkarakter utang atau penyertaan atas suatu aset
Penerbit	Pemerintah, Korporasi	Pemerintah, korporasi, *Special Purpose Vehicle* (SPV)
Landasan aset	Tidak perlu	Perlu
Fatwa/opini syariah	Tidak perlu	Perlu
Penggunaan dana	Bebas	Tidak dapat digunakan untuk hal-hal yang bertentangan dengan syariah
Imbal hasil	Bunga, capital gain	Imbalan (*fee*), Bagi hasil, margin, *capital gain*

Sumber : Soemitra, 2014

4. Peringkat Sukuk Dan Obligasi

Peringkat obligasi dan sukuk di indonesia dinilai oleh lembaga pemeringkat efek atau disebut PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia). Peringkat obligasi dan sukuk mencerminkan tingkat risiko dari sebuah instrumen investasi. Ada berbagai tingkatan atau peringkat obligasi dan sukuk sebagaimana yang terlihat pada tabel berikut : (Sulistyastuti, 2002)

Tabel 2.3
Peringkat Sukuk dan Obligasi

Rating Grade	Standard & Poor's	Moody's
1. Highest Grade	AAA	Aaa
2. High Grade	AA	Aa
3. Upper Medium	A	A
4. Lower Medium	BBB	Baa
5. Marginally Speculative	BB	Ba
6. Highly Speculative	B	B,Caa
7. Default	D	Ca, C

Sumber : Sulistyastuti, 2002

Penjelasan peringkat sukuk dan obligasi (Sulistyastuti, 2002) adalah sebagai berikut :

1) Obligasi dengan peringkat AAA (Aaa) yang sering dikatakan sebagai *highest grade bond*, dinilai memiliki kualitas investasi tertinggi. Beban risiko sangat kecil, pembayaran bunganya dilindungi margin yang sangat stabil dan pokok hutang bebas dari risiko tidak terbayar. Penerbit obligasi dengan peringkat AAA (Aaa) memiliki fundamental sangat kuat sehingga tidak terpengaruh perubahan berbagai elemen yang terkait.
2) Obligasi dengan peringkat AA (Aa) dinilai memiliki kualitas yang juga tinggi walaupun tidak sehandal AAA (Aaa). Meskipun perlindungan margin atas pembayaran bunga tidak sekuat AAA (Aaa), tetapi penerbit memiliki fundamental yang bagus.

3) Obligasi dengan peringkat A masih menarik untuk diinvestasikan dan dianggap sebagai obligasi dengan peringkat menengah ke atas.
4) Obligasi dengan peringkat BBB (Baa) merupakan obligasi dengan peringkat menengah.
5) Obligasi dengan peringkat BB (Ba) dinilai spekulatif. Perlindungan terhadap pembayaran bungan dan pokok pinjaman sangat moderat.
6) Obligasi dengan peringkat B (Caa) sebenarnya kurang memiliki karakter yang diperlukan untuk investasi, karena ada elemen-elemen yang membahayakan terhadap pembayaran bunga dan pokok pinjaman sehingga ada kemungkinan *default.*
7) Obligasi dengan peringkat D (C, Ca) merupakan obligasi peringkat terendah dan kemungkinan *default* sangat besar.

5. Kinerja Sukuk dan Obligasi Konvensional

Dalam Kamus Bahasa Indonesia di Jelaskan bahwa Kinerja mengandung arti sesuatu yang dicapai. (Bhaskarra, 2002, p. 309) Kinerja Bank menurut Jumingan, secara keseluruhan merupakan gambaran prestasi yang dicapai bank dalam operasionalnya, baik menyangkut aspek keuangan, pemasaran, penghimpunan dan penyaluran dana, teknologi maupun sumber daya manusia. (Jumingan, 2006, p. 239). Kinerja keuangan ialah hasil kegiatan operasi perusahaan yang disajikan dalam bentuk angka-angka keuangan. (Darsono, 2006, p. 47)

Dapat disimpulkan bahwa kinerja adalah suatu pencapaian yang di raih oleh individu, perusahaan, ataupun lembaga lain yang mana pencapaian tersebut dapat tercermin dari profitabilitas perusahaan, prestasi karyawan, kemampuan memperoleh return dan

lain sebagainya. tergantung pada orientasi individu, perusahaan dan lembaga itu sendiri.

Kinerja obligasi merupakan hal penting yang selalu diperhatikan para investor karena kinerja merupakan cerminan dari kemampuan perusahaan dalam memberikan return kepada investor. (Rahmawatya, 2016) Sukuk dan obligasi dalam hal ini basis kinerjanya pada return yang di capai oleh perusahaan. Kinerja Sukuk dan obligasi merupakan hal penting yang harus dicapai oleh setiap perusahaan, karena kinerja merupakan cerminan dari kemampuan perusahaan dalam memberikan return kepada investor (Qoyum, 2009).

Return dalam obligasi menggunakan istilah *yield*. *Yield* obligasi menurut Tandelilin (2010, p. 257) adalah ukuran pendapatan obligasi yang akan diterima investor. Ketika seorang investor ingin berinvestasi pada suatu obligasi, yang dilakukan adalah menganalisis pendapatannya dari beberapa macam obligasi yang ditawarkan di bursa efek dan memilih obligasi mana yang cocok dengan karakter investasinya. Setelah investor mendapatkan hasil yang sesuai antara pendapatan yang diperoleh dengan harga yang ditawarkan pada suatu obligasi maka investor akan membeli obligasi tersebut. demikian halnya dengan emiten, harus memberikan pendapatan yang sesuai dari obligasi yang diterbitkannya agar menarik bagi para investor untuk membelinya. (Prasetyo, 2013)

Dalam islam mencari keuntungan bukan hal yang tidak diperbolehkan karena merupakan cerminan usaha manusia. (Prasetyo, 2013) sebagaimana dalam hadist yang diriwayatkan oleh Imam Bukhari : 993 :(Az-Zabidi, 1997)

مِنَ الْمِقْدَامِ رَضِي اللَّهم عَنْه عَنْ رَسُولِ اللَّهِ صَلَّى اللَّهم عَلَيْهِ وَسَلَّمَ

قَالَ: (مَا أَكَلَ أَحَدٌ طَعَامًا قَطُّ خَيْرًا مِنْ أَنْ يَأْكُلَ مِنْ عَمَلِ يَدِهِ وَإِنَّ نَبِيَّ اللَّهِ

دَاوُدَ عَلَيْهِ السَّلَام كَانَ يَأْكُلُ مِنْ عَمَلِ يَدِهِ) رواه البخاري.

Diriwayatkan dari Al-Miqdam r.a : Nabi SAW, pernah bersabda: "Tidak ada makanan yang lebih baik bagi seseorang kecuali makanan yang ia peroleh dari uang hasil keringatnya sendiri. Nabi Allah, Daud a.s makan dari hasil kerjanya sendiri" (HR Bukhari : 993)

Kinerja obligasi maupun sukuk dapat dilihat dari beberapa sudut pandang sesuai keperluan analisis. Dalam (Yuliana & Rahmawati, 2013, p. 58), ada beberapa indikator dalam pengukuran kinerja obligasi (*yield*) obligasi yang dapat digunakan oleh investor. Berikut ada beberapa metode penilaian kinerja obligasi yaitu: (Sulistyastuti, 2002, p. 60)

a. *Nominal Yield* hasil bunga obligasi yang besarnya sama dengan tingkat kupon dikalikan nilai nominalnya.
b. *Current Yield* adalah proporsi penghasilan obligasi yang berasal dari pembayaran kupon tahunan relatif terhadap harganya.
c. *Yield to Maturity* (YTM) merupakan ukuran *yield* yang terpenting. YTM merupakan tingkat keuntungan yang dinikmati investor jika obligasi dimiliki sejak dibeli hingga hingga jatuh tempo.
d. *Yield to Call,* Hampir sama dengan YTM, YTC merupakan hasil obligasi baik dari kupon maupun *capital gain/loss*. Tetapi *Yield To Call* adalah hasil obligasi *callable* yang sebelum jatuh tempo, obligasi tersebut sudah ditarik kembali oleh penerbitnya.
e. *Spot interest rate,* YTM yang berlaku untuk obligasi nirkupon (*zero coupon bond*).

f. *Realized (horizon) Yield* adalah tingkat return yang diharapkan investor dari sebuah obligasi, apabila obligasi tersebut dijual kembali oleh investor sebelum waktu jatuh temponya.

Di dalam perdagangan di sektor pasar obligasi, hal-hal yang bersifat spekulatif sudah menjadi suatu hal yang biasa terjadi dan dilakukan. Sehingga kemudian akan berdampak pada besarnya fluktuasi harga pasar dari obligasi. Namun tidak demikian dengan sukuk. Dalam Fatwa DSN No.40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedomn Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal pasal 6 menyebutkan bahwa harga pasar dari efek syariah harus mencerminkan nilai valuasi kondisi yang sesungguhnya dari aset yang menjadi dasar penerbitan efek tersebut dan atau sesuai dengan mekanisme pasar yang teratur, wajar, dan efisien, serta tidak direkayasa. Dengan demikian maka akan menciptakan pasar obligasi (sukuk) cenderung stabil sehingga pada akhirnya akan menciptakan stabilitas return (Qoyum, 2009, p. 14).

C. Hipotesis

Berdasarkan rumusan masalah dan tinjauan pustaka yang telah dibentuk, maka penulis mencoba membuat kesimpulan sementara (hipotesis), sebagai berikut :

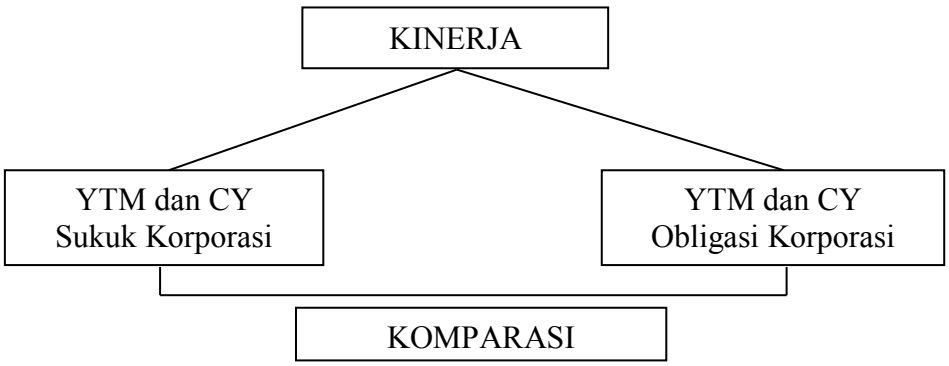
H_0 : Tidak terdapat perbedaan secara signifikan antara kinerja sukuk korporasi dengan obligasi korporasi dilihat dari *current yield*, dan *yield to maturity*.

H_1 : Terdapat perbedaan secara signifikan antara kinerja sukuk korporasi dengan obligasi korporasi dilihat dari *current yield*, dan *yield to maturity*.

D. Kerangka Berfikir

Gambar 2.1

Bagan Kerangka Berfikir



Penelitian ini akan membahas tentang analisis komparatif antara kinerja sukuk korporasi dan obligasi korporasi. Kinerja merupakan salah satu tolak ukur investor ketika ingin menginvestasikan dananya ke sebuah instrumen investasi. Begitu pula ketika investor akan menginvestasikan dananya pada instrumen sukuk maupun obligasi korporasi, terlebih dahulu yang menjadi perhatian adalah kinerja, karena kinerja merupakan cerminan sebuah perusahaan dalam memberikan imbal hasil kepada investor. Dalam hal ini, kinerja sukuk dan obligasi tercermin dari beberapa indikator, yang dalam penelitian ini akan mengambil dua indikator yaitu *Yield to Maturity* (YTM), dan *Current Yield* (CY). Pada dasarnya kedua indikator ini digunakan pada instrumen obligasi dengan menggunakan kupon (bunga) akan tetapi dalam penerapannya pada sukuk, kupon (bunga) diganti menjadi imbal hasil yang digunakan pada keuangan syariah yaitu berupa bagi hasil, *fee*, dan *margin* sesuai dengan akad yang digunakan dalam transaksi sukuk. Kedua indikator diatas menjadi bahan perbandingan untuk melihat kinerja sukuk dan obligasi korporasi dan menilai bagaimana kinerja tersebut dalam beberapa rentang waktu.