

## BAB II LANDASAN TEORI

### A. Surat Berharga

Pasar modal merupakan pasar untuk memperdagangkan berbagai jenis surat berharga atau dengan kata lain memperjualbelikan berbagai instrumen keuangan jangka panjang. Dengan demikian, pasar modal memfasilitasi berbagai sarana dan prasarana kegiatan jual beli. Dengan adanya pasar modal, diharapkan aktivitas perekonomian dapat meningkat karena pasar modal merupakan alternatif pendanaan bagi perusahaan, sehingga dapat beroperasi dengan skala lebih besar dan selanjutnya akan meningkatkan perusahaan dan kemakmuran masyarakat luas.

#### 1. Pengertian Surat Berharga

##### **Menurut Tjiptono dan Hendy (2006:3)**

“Surat berharga merupakan secarik kertas yang menunjukkan hak investor untuk memperoleh bagian dari proyek atau kekayaan organisasi yang menerbitkan surat berharga tersebut, dan berbagai kondisi yang memungkinkan investor menjalankan haknya”.

Dalam praktik sehari-hari, surat berharga juga sering disebut efek atau sekuritas. Dimana efek merupakan istilah baku yang digunakan undang-undang Pasar Modal Nomor 8 Tahun 1995 untuk menyatakan surat berharga atau sekuritas.

## 2. Jenis-jenis Surat Berharga

Adapun jenis-jenis surat berharga (efek) yang diperdagangkan di Pasar Modal Indonesia adalah:

### a. Efek penyertaan

Efek penyertaan adalah efek yang memberikan hak kepada pemegang saham perusahaan yang menerbitkan efek tersebut. Saham dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan atau kepemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Saham berwujud selembar kertas yang menerangkan bahwa pemilik kertas adalah pemilik surat berharga tersebut, yang termasuk dalam efek adalah:

#### 1. Saham biasa

Saham biasa adalah saham yang menempatkan pemiliknya pada posisi paling junior dalam pembandingan deviden dan ak harta kekayaan perusahaan apabila perusahaan tersebut likuidasi.

#### 2. Saham preferen

Yaitu saham yang memiliki karakteristik gabungan antara obligasi dan saham biasa, karena dapat menghasilkan pendapatan tetap, tetapi juga bisa tidak mendapatkan hasil seperti yang dikehendaki investor.

b. Efek Utang

Yaitu suatu efek dimana penerbitnya mengeluarkan atau menjual surat utang, dengan kewajiban menembus kembali pada waktu yang telah ditentukan berdasarkan kesepakatan diantara pihak yang bersangkutan.

Yang termasuk kedalam efek utang adalah:

- Obligasi

Adalah surat berharga yang menunjukkan bahwa penerbit obligasi meminjam sejumlah dana kepada masyarakat dan memiliki kewajiban untuk membayar bunga secara berkala, dan kewajiban melunasi pokok pada waktu yang telah ditentukan.

c. Efek Derivatif

Efek derivatif merupakan efek turunan dari efek "utama", baik yang bersifat penyertaan maupun utang. Efek turunan dapat berarti turunan langsung dari efek "utama" maupun turunan kedua. Yang termasuk efek derivatif adalah: waran, *right*, opsi, *futures*.

1) *Rights*

*Rights* atau Hak Memesan Efek terlebih dahulu (HMETD) merupakan surat berharga yang memberikan hak kepada pemegangnya untuk menukarkannya untuk menjadi saham biasa. HMETD biasanya diberikan kepada pemegang saham

sehubungan dengan proses pengeluaran saham baru atau yang dikenal dengan istilah *right issuer*.

2) Waran

Waran (*warrant*), seperti halnya *right*, adalah hak untuk membeli saham biasa pada waktu harga yang telah ditentukan. Biasanya waran dijual bersamaan dengan surat berharga lainnya, misalnya obligasi atau saham. Waran diterbitkan dengan tujuan agar investor membeli obligasi atau saham yang diterbitkan emitmen.

3) Opsi

Opsi merupakan salah satu bentuk surat berharga derivatif (turunan). Opsi merupakan sebuah kontrak antara dua pihak dimana pihak yang membeli kontrak mempunyai hak, namun bukan kewajiban untuk membeli atau menjual sejumlah instrumen yang menjadi dasar kontrak tersebut, misalnya saham. Dengan demikian opsi disebut sebagai opsi saham. Untuk mendapatkan hak tersebut, maka pihak *taker* membayar sejumlah premi kepada sejumlah kontrak. Ada dua bentuk opsi yang dikenal, yaitu:

3.1) Opsi beli ( *call option*), memberikan hak (bukan kewajiban) kepada pembeli kontrak opsi (*taker*) untuk

membeli sejumlah instrumen tertentu yang menjadi dasar kontrak.

3.2) Opsi jual (*put option*), memberikan hak (bukan kewajiban) kepada pemegang opsi untuk menjual sejumlah tertentu instrumen yang menjadi dasar kontrak.

3.3) *Futures*

Kontrak berjangka (*future*) adalah kontrak untuk membeli atau menjual suatu *underlying* (dapat berupa indeks, saham, obligasi) dimasa mendatang. Kontrak indeks merupakan kontrak berjangka yang menggunakan *underlying* berupa indeks saham.

## B. Obligasi

Dari uraian tersebut diatas mengenai instrumen pasar modal dalam bentuk suat berharga atau efek, obligasi adalah salah satu jenis aset yang sangat diminati oleh investor dalam berinvestasi dan obligasi ini bisa dijadikan sebagai salah satu alternatif investasi selain saham. Bagi investor yang kurang menyukai resiko, obligasi bisa menjadi salah satu jenis aset yang cukup menarik, karena obligasi mampu memberikan pendapatan tetap bagi para investor. Walaupun kenyataannya di Indonesia perkembangan obligasi masih sangat relatif lamban dibandingkan dengan perkembangan saham,

investor kiranya tetap dapat menjadikan obligasi sebagai alternatif investasi dalam membentuk suatu portofolio.

## 1. Pengertian Obligasi

### **Menurut Darmadji dan Fakhruddin (2006),**

"Obligasi adalah surat berharga yang menunjukkan bahwa penerbit obligasi meminjam sejumlah dana kepada masyarakat dan berkewajiban untuk membayarkan bunga secara berkala serta berkewajiban melunasi pokok utang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi".

### **Sedangkan Menurut Sapto Rahardjo (2004:16)**

"Obligasi adalah instrumen pembiayaan /investasi yang berpendapatan tetap dengan kondisi nilai pendapatan dan waktu yang telah ditentukan sebelumnya".

### **Pendapat lain tentang Obligasi Menurut Sarah Margarettha (2005:17),**

"Obligasi adalah suatu perjanjian jangka panjang yang pihak peminjam setuju untuk membayar bunga + pokok pinjaman pada waktu tertentu kepada pemegang obligasi".

Berdasarkan pengertian-pengertian obligasi diatas dapat disimpulkan bahwa, obligasi adalah surat utang jangka menengah atau jangka panjang yang diterbitkan oleh pihak penerbit, yang akan memberikan tingkat suku bunga atau kupon yang menarik.

Secara umum obligasi merupakan produk pengembangan dari surat utang jangka panjang dapat dicerminkan dari karakteristik atau struktur yang melekat pada sebuah obligasi. Pihak penerbit obligasi pada dasarnya melakukan pinjaman kepada pembeli obligasi yang diterbitkannya.

## 2. Karakteristik Obligasi

Menurut Tjiptono dan Hendy (2006:16) karakteristik umum yang tercantum pada sebuah obligasi hampir mirip dengan karakteristik pinjaman utang pada umumnya meliputi:

### a. Nilai Penerbitan Obligasi (Nilai Pokok Utang)

Besarnya nilai obligasi yang dikeluarkan sebuah perusahaan telah ditetapkan sejak awal obligasi tersebut diterbitkan. Penentuan besar kecilnya jumlah penerbitan obligasi berdasarkan aliran kas perusahaan serta kinerja bisnisnya.

### b. Jangka Waktu Obligasi (Masa Jatuh Tempo)

Setiap obligasi mempunyai jangka waktu jatuh tempo (maturity). Masa jatuh tempo obligasi kebanyakan berjangka waktu 5 tahun dan ada juga yang berjangka waktu lebih dari 5 tahun sampai 10 tahun.

### c. Tingkat Suku Bunga (Kupon Obligasi)

Pendapatan utama pemegang obligasi adalah bunga yang dibayar perusahaan kepada pemegang obligasi pada waktu-waktu yang telah ditentukan. Pada obligasi, istilah bunga umumnya disebut **kupon**. Kupon ini yang menjadikan daya tarik bagi para investor obligasi untuk membeli obligasi karena kupon ini memberikan pendapatan yang pasti yang diterima pemegang obligasi selama masa berlaku obligasi tersebut.

d. Jadwal Pembayaran Suku Bunga

Kewajiban pembayaran kupon dilakukan secara periodik sesuai kesepakatan sebelumnya, bisa dilakukan triwulanan ataupun semesteran.

e. Jaminan

Obligasi yang memberikan jaminan berbentuk aset perusahaan akan lebih mempunyai daya tarik bagi calon pembeli obligasi tersebut. Didalam penerbitan obligasi, kewajiban penyediaan jaminan tidak terlalu mutlak.

f. Dapat Diperjualbelikan

Sebagai surat berharga, obligasi dapat diperjualbelikan seperti halnya saham. Jika suatu saat nilai obligasi meningkat, maka pemegang obligasi dapat menjual obligasi tersebut melalui pialang obligasi, dan pialang obligasi tersebut akan mendapatkan *fee* atas transaksi tersebut.

g. Peringkat obligasi

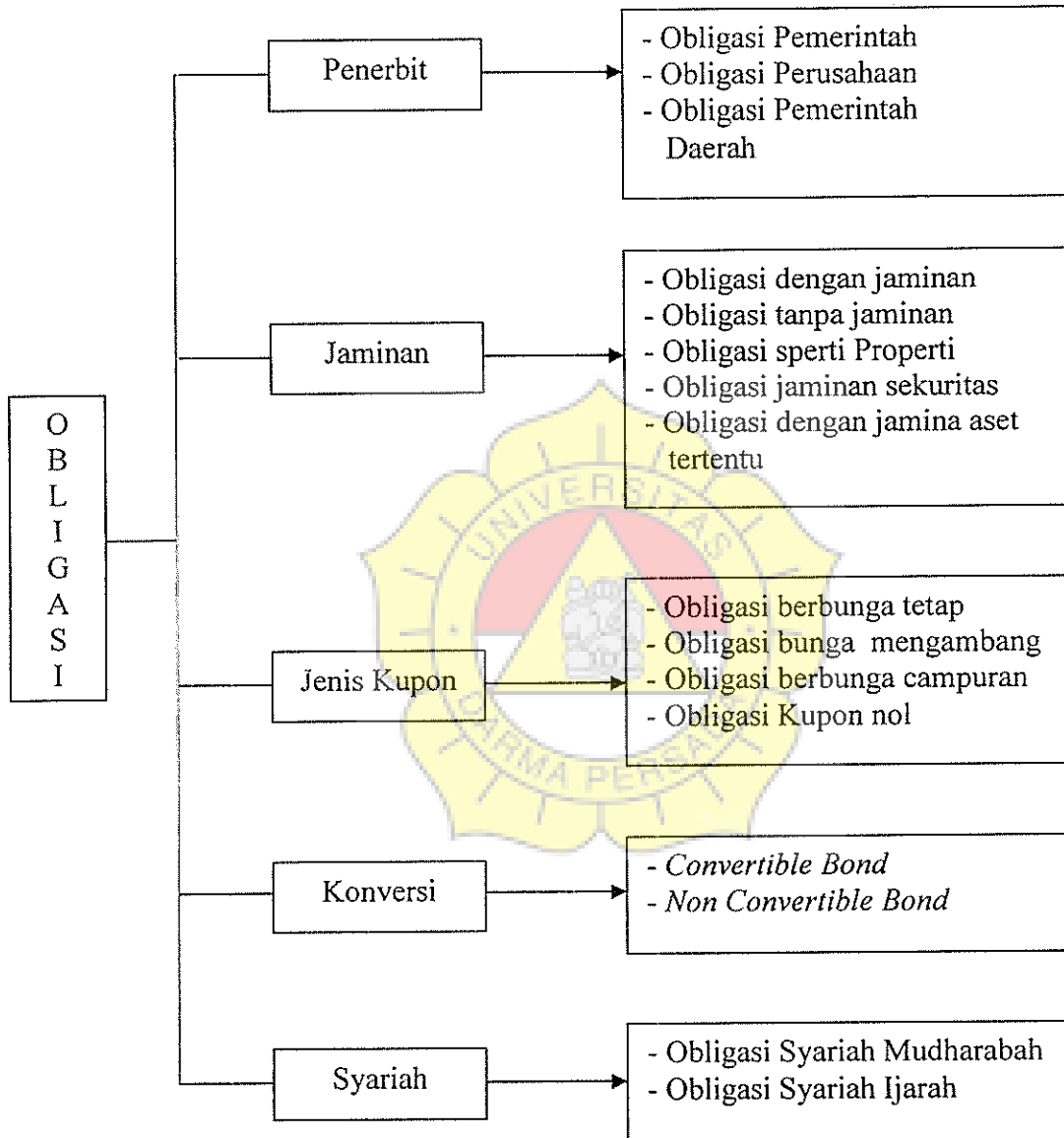
Tingkat kemampuan membayar kewajiban pokok utang tersebut dikenal dengan peringkat obligasi.

### 3. Jenis-jenis Obligasi

Menurut Muhammad Firdaus, dkk (2005:24), ada beberapa jenis obligasi yang dikenal dalam pasar modal Indonesia, antara lain:

- a. Berdasarkan penerbitannya, obligasi dikelompokkan menjadi: obligasi pemerintah (*government bond*), obligasi korporasi (*corporation bond*), dan obligasi pemerintah daerah (*municipal bond*).
- b. Berdasarkan jaminan, obligasi dikelompokkan menjadi: obligasi tanpa jaminan (*unsecured bond*), obligasi dengan jaminan (*indenture bond*), obligasi yang dijamin dengan properti (*mortgage bond*), obligasi yang dijamin dengan sekuritas (*collateral trust*), obligasi yang dijamin dengan aset tertentu (*Equitment trust certificate*).
- c. Berdasarkan jenis kuponnya, obligasi dikelompokkan menjadi: obligasi bunga tetap (*Fixed Rate Bond*), obligasi bunga mengambang (*floating rate bond*), obligasi campuran (*mixed rate bond*), dan kupon nol (*zero coupon*).
- d. Berdasarkan konversi, obligasi dikelompokkan menjadi: obligasi yang dapat ditukar dengan saham (*convertible bond*), dan obligasi yang tidak dapat dikonversikan menjadi saham (*non convertible bond*).
- e. Jenis obligasi di Indonesia yang mulai berkembang akhir-akhir ini yaitu obligasi yang menggunakan prinsip syariah, obligasi tersebut dikelompokkan menjadi: obligasi syariah mudharabah dan obligasi syariah ijarah.

Gambar II. 1  
Jenis Obligasi



#### 4. Pendapatan Obligasi

Setiap investor selalu mengharapkan akan adanya pendapatan atau pengasilan atas sejumlah dana yang diinvestasikan. Dengan membeli obligasi, investor mengharapkan akan mendapatkan keuntungan dari investasinya tersebut, yang dikenal dengan istilah *yield*. Selain *yield*, obligasi juga akan memberikan pendapatan berupa bunga obligasi yang mana kedua istilah tersebut pada dasarnya memiliki konsep yang sama, karena kedua istilah tersebut sama-sama menggambarkan pendapatan yang akan diperoleh investor jika menginvestasikan dananya pada sekuritas obligasi dalam suatu periode tertentu.

Ada beberapa ukuran *yield* yang dapat digunakan oleh investor, yaitu nominal *yield* dan *yield to maturity*. masing-masing *yield* tersebut juga akan mengukur tingkat return obligasi dari sudut pandang yang berbeda.

- a. *Nominal yield* adalah pendapatan kupon yang didasarkan pada nilai nominal obligasi, maksudnya bahwa dalam jumlah nilai obligasi tertentu maka diberikan pendapatan tingkat suku bunga yang hasilnya telah ditentukan sebelumnya.
- b. *Current yield* adalah rasio tingkat bunga obligasi terhadap harga pasar dari obligasi tersebut atau dapat dikatakan pendapatan kupon yang didasarkan pada harga pasar obligasi tersebut. *Current yield* biasanya dilaporkan secara harian di media massa. Informasi *current yield* akan lebih berguna bagi investor, dibandingkan dengan informasi yang hanya

berupa kupon obligasi biasa, karena *current yield* sudah menggambarkan perbandingan kupon obligasi terhadap harga pasar obligasi. Meskipun demikian, *current yield* tidak bisa dianggap sebagai return sesungguhnya dai obligasi, karena tiak bisa menggambarkan perbedaan antara harga obligasi pada saat dibeli dan harga obligasi pada saat dijual.

## 5. Struktur Obligasi

Menurut Sapto Rahardjo (2004:15) struktur penting yang ada pada sebuah obligasi diantaranya adalah :

- a. Prinsipal adalah nilai utang atau jumlah pokok pinjaman yang harus dibayar kembali pada saat jatuh tempo serta dipisahkan dari jumlah pendapatan bunga.
- b. Harga obligasi adalah harga yang selalu berfluktuasi sesuai kondisi pasar dan dipengaruhi oleh pergerakan tingkat suku bunga. Pembentukan harga sebuah obligasi ditentukan oleh faktor-faktor: Tingkat Kupon, Nilai Obligasi, Periode jatuh tempo, Likuiditas, dan Tipe Obligasi.
- c. PAR adalah nilai 100% dari harga nominal obligasi. Setiap nilai nominal obligasi di pasar ditentukan dalam satuan % (persentase).
  - Harga = 100% atau at PAR yaitu harga obligasinya sesuai nilai nominal obligasi.
  - Harga < 100% atau at DISCOUNT yaitu harga obligasinya dibawah par atau dibawah nilai nominal.

- Harga > 100% atau at PREMIUM yaitu harga obligasinya di atas par atau di atas nilai nominal.

Sebagai ilustrasi, misalnya seorang investor membeli obligasi Indosat (ISAT) dengan nilai 1.000.000.000 pada posisi 100 atau pada kisaran at PAR. Kemudian ditawarkan atau dijual kembali pada posisi 107, berarti obligasi tersebut dihargai 107% premium to par atau senilai Rp 1.070.000.000 sehingga pemilik obligasi tersebut akan mendapatkan keuntungan Rp 70 juta. Sedangkan apabila obligasi tersebut dijual dengan posisi 94, berarti penjual mendapat pembayaran hanya 94% discount to par atau senilai Rp 940.000.000, sehingga pemilik obligasi akan mengalami kerugian senilai Rp 130 juta dari harga belinya.

- d. Kupon (*coupon*) : berupa pendapatan suku bunga yang akan diterima oleh pemegang obligasi sesuai perjanjian dengan penerbit obligasi tersebut. Biasanya pembayaran kupon tersebut dilakukan secara periodik tertentu yaitu berjangka waktu kuartal, semi-esteraan, ataupun tahunan.
- e. Jatuh Tempo (*Maturity*) : tanggal dimana nilai pokok obligasi tersebut harus dilunasi oleh penerbit obligasi.

## 6. Konsep Penilaian Obligasi

Menurut Sapto Rahardjo (2004:61), untuk mengenal perhitungan pendapatan obligasi secara mendetail dan menyeluruh, harus mengenali konsep dasar penilaian obligasi diantaranya:

- a. *Time Value of Money* adalah perhitungan pendapatan atas nilai uang tertentu, yang mana akan menghitung nilai investasinya sampai periode jatuh tempo yang akan bertambah dari pendapatan suku bunga.

Rumus:

$$\text{Return} = \frac{\text{Bunga diterima pada periode waktu}}{\text{Pokok (nilai investasi)}}$$

- b. *Future Value* adalah nilai yang akan diterima dari hasil pendapatan *interest* dan pokok investasi yang akan diterima.
- c. *Present Value* : berapa jumlah uang yang akan di investasikan sekarang untuk mendapatkan sejumlah uang tertentu di masa yang akan datang.

Rumus :

$$PV = \frac{FV}{(1+r)^t}$$

Dimana :

PV = *present Value*

FV = *Future Value*

r = tingkat suku bunga

t = periode waktu

### C. Risiko

Dalam setiap investasi untuk mendapatkan keuntungan selalu muncul potensi adanya risiko kerugian yang akan timbul apabila target keuntungan investasi tersebut tidak sesuai dengan yang direncanakan. Tingkat risiko investasi sangat berbeda tergantung dari jenis yang dilakukan. Misalnya, investasi pada mata uang asing, deposito, komoditi berjangka, produk derivatif, saham ataupun obligasi masing-masing mempunyai tingkat risiko yang berbeda-beda. Oleh karena itu setiap investor diharapkan mampu memahami perbedaan tingkat risiko pada setiap instrumen investasi tersebut di atas.

#### 1. Pengertian Risiko

**Menurut Home dan Machowics (1997:95),**

“Risiko adalah sebagai penyimpangan variasi) dari hasil pengembalian yang diharapkan.

## 2. Risiko Berinvestasi

Menurut Adler Haymans (2006:7) ada beberapa risiko yang akan dihadapi oleh investor dalam berinvestasi pada instrumen pasar modal ini, diantaranya adalah :

a. Risiko Tingkat Suku Bunga

Risiko utama yang dihadapi investor, karena kenaikan tingkat bunga akan menurunkan harga obligasi dan tingkat bunga menurun akan menaikkan harga obligasi (*marker risk*).

b. Risiko Likuiditas

Risiko yang dihadapi oleh investor dalam rangka dapat menjual obligasi tersebut di pasar. Ukuran likuiditas ini dapat dilihat dari selisih nilai beli dan nilai jualnya.

c. Risiko pembayaran (*default*)

Risiko yang dihadapi oleh investor karena ketidakmampuan pemegang obligasi untuk membayarkan obligasinya pada saat jatuh tempo.

d. Risiko investasi kembali (*Reinvestment Rate Risk*)

Risiko yang harus dihadapi akibat investasi atas bunga yang diperoleh melalui strategi reinvestment yang dijalankan.

e. Risiko Inflasi

Risiko yang dihadapi investor yang diakibatkan inflasi sehingga arus kas yang diterima bervariasi dalam kemampuan membeli.

f. Risiko perubahan nilai tukar

Risiko yang dihadapi oleh investor akibat adanya perubahan nilai tukar.

g. Risiko Volatilitas

Risiko yang dihadapi oleh investor karena obligasi tersebut dikaitkan dengan opsi yang tergantung pada tingkat suku bunga, salah satu faktornya adalah adanya daya gejolak (*Volatility*).

h. Risiko Pelunasan (*call risk*)

Risiko yang dihadapi oleh investor di mana penerbit obligasi mempunyai hak untuk membeli kembali (*call*) atas obligasi tersebut.

**D. Durasi (*Duration*)**

Dalam setiap perdagangan obligasi, perubahan harga bersifat sangat sensitif dan dinamis serta dipengaruhi oleh berbagai aspek yang terkait di pasar, baik aspek internal perusahaan maupun eksternal perusahaan, seperti kondisi tingkat suku bunga, kondisi ekonomi, tingkat inflasi, dll. Penggunaan konsep *duration* yaitu perhitungan jangka waktu obligasi yang ditentukan berdasarkan nilai aliran kas selama jangka waktu obligasi. Konsep *duration* ini sangat bermanfaat untuk mengetahui secara lebih sistematis aspek yang mempengaruhi struktur fundamental obligasi.

Aspek utama yang mempengaruhi struktur fundamental obligasi adalah sensitivitas harga obligasi terhadap perubahan tingkat suku bunga

atau perubahan *yield* obligasi tersebut. Adapun cara menghitung *Duration* adalah :

$$\text{Durasi Macaulay} = D = \sum_{t=1}^n \frac{PV(CV_t)}{P} \times t$$

Dimana :

t = periode dimana aliran kas diharapkan akan diterima

n = jumlah periode sampai jatuh tempo

PV(CF<sub>t</sub>) = nilai sekarang dari aliran kas pada periode *t* yang akan diskonto pada tingkat YTM (*Yield To Maturity*)

P = harga pasar obligasi

Durasi dapat mengukur rata-rata tertimbang maturitas aliran kas obligasi, berdasarkan konsep nilai sekarang (*present value*). Dengan demikian, durasi suatu obligasi adalah sama dengan jumlah tahun yang diperlukan untuk bisa mengembalikan harga pembelian obligasi.

## E. Obligasi Syariah

**Menurut Sapto Rahardjo (2004:141),**

"Obligasi syariah adalah obligasi yang ditawarkan dengan ketentuan yang mewajibkan emitmen untuk membayar kepada pemegang obligasi syariah dengan sejumlah pendapatan bagi hasil dan membayar kembali dan obligasi pada tanggal pembayaran kembali dana obligasi syariah. Pendapatan bagi hasil dibayarkan setiap periode tertentu (3 bulan, 6 bulan, atau setiap satu tahun).

**Sedangkan Menurut Fatwa Dewan Syari'ah Nasional No: 32/DSN-MUI/IX/2002,**

"Obligasi Syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emitmen kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emitmen untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syari'ah berupa bagi hasil/margin/fee, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo".  
([www.google.com/2003/artikel/keuangan/syariah](http://www.google.com/2003/artikel/keuangan/syariah)).

Berdasarkan pengertian-pengertian obligasi syariah di atas, aka dapat disimpulkan bahwa obligasi syariah adalah surat berharga jangka panjang yang menganut prinsip syariah dengan memberikan pendapatan berupa bagi hasil kepada pengelola dan pemilik obligasi tersebut.

**1. Perkembangan Obligasi Syariah di Indonesia**

Menurut Firdaus, dkk (2005:20) penerbit obligasi syariah di Indonesia dipelopori oleh Indosat dengan menerbitkan obligasi syariah *mudharabah* Indosat senilai Rp 100 milyar pada Oktober 2002. Obligasi ini mengalami *oversubribed* dua kali lipat, sehingga Indosat menambah jumlah obligasi yang ditawarkan menjadi Rp 175 milyar. Langkah Indosat ini diikuti bank Muamalat dan Bank Syariah Mandiri (BSM) pada tahun 2003.

Disusul PT Berlian Laju Tanker yang menerbitkan Obligasi Syariah Berlian Tanker dengan emisi senilai Rp 175 Milyar pada 28 mei 2003. PT Bank Bukopin menerbitkan Obligasi Syariah *mudharabah* pada 10 Juli 2003 dengan nilai emisi Rp 45 milyar. PT Bank Muamalat Indonesia (BMI) pada 15 Juli 2003 dengan nilai emisi Rp 200 milyar, PT Ciliandra Perkakas pada 26

September 2003 dengan nilai emisi 60 milyar, PT Bank Syariah Mandiri pada 31 Oktober 2003 dengan nilai emisi Rp200 milyar.

Namun, perkembangan obligasi syariah belum memicu pemerintah untuk segera menerbitkan *sukuk* yaitu sejenis obligasi negara syariah. Samapi saat ini pengkajian terhadap *sukuk* masih terus dilakukan oleh Departemen Keangan. Hal ini disebabkan oleh perlunya menerapkan prinsip kehati-hatian dan tidak sekedar latah atau ikut-ikutan.

Dasar sisi pasar modal, penerbitan obligasi syariah muncul sehubungan dengan berkembangnya institusi-institusi keuangan syariah seperti perbankan syariah, asuransi syariah, dan reksa dana syariah yang membutuhkan penempatan alternatif obligasi syariah.

## 2. Karakteristik Obligasi Syariah

Didalam proses penerbitan obligasi syariah, beberapa prosedur yang harus dilaksanakan sebenarnya tidak jauh berbeda dengan penerbitan obligasi umum lainnya, diantaranya yaitu:

- a. Obligasi syariah menekankan pendapatan investasi bukan berdasar kepada tingkat suku bunga (kupon) melainkan berdasar kepada tingkat rasio bagi hasil (nisbah) yang besarnya telah disepakati oleh pihak emiten dan investor.
- b. Sistem pengawasannya selain diawasi oleh pihak Wali Amanat tetapi juga diawasi oleh Dewan Pengawas Syariah (di bawah Majelis Ulama

Indonesia) sejak dari penerbitan obligasi sampai akhir dari masa penerbitan obligasi tersebut.

- c. Jenis industri yang dikelola oleh emiten serta hasil pendapatan perusahaan penerbit obligasi harus terhindar dari unsur non halal.

### 3. Struktur Obligasi Syariah

Sebagai bentuk pendanaan (*financing*) dan sekaligus investasi memungkinkan beberapa bentuk dan struktur yang dapat ditawarkan untuk tetap berada dalam rambu-rambu syariah. Salah satunya adalah menghindari segala transaksi dan unsur riba. Berdasarkan alasan tersebut, struktur obligasi syariah dapat berupa:

- a. Bagi hasil berdasarkan akad *mudharabah / maqaradah / qiradh* ataupun *musyarakah*. Akad *mudharabah / musyarakah* adalah akad kerjasama dengan skema bagi hasil pendapatan atau keuntungan. Obligasi ini akan memberikan return dengan penggunaan *term indicative/expected return* karena sifatnya yang *floating* dan tergantung pada kinerja pendapatan yang dibagihasilkan.
- b. *Margin / fee* berdasarkan akad *murabahah, salam, istishna, dan ijarah*. Dengan akad tersebut, obligasi syariah akan memberikan *fixed return* (pendapatan tetap).

#### 4. Jenis-jenis Obligasi Syariah di Indonesia

- a. Obligasi Syariah Mudharabah merupakan obligasi syariah yang menggunakan akan *mudharabah* (bagi hasil), sehingga pendapatan yang diperoleh investor atas obligasinya tersebut diperoleh setelah mengetahui pendapatan emiten. Walaupun pendapatan yang diperoleh investor belum diketahui, namun investor telah mengetahui sejak awal nisbah atau rasio pendapatan atas obligasi tersebut.
- b. Obligasi Syariah Ijarah adalah obligasi syariah yang menggunakan akad sewa, sehingga kupon (*fee* ijarah bersifat tetap, dan bisa diketahui/diperhitungkan sejak awal obligasi diterbitkan.

#### F. Perbedaan Obligasi Konvensional dengan Obligasi Syariah Mudharabah

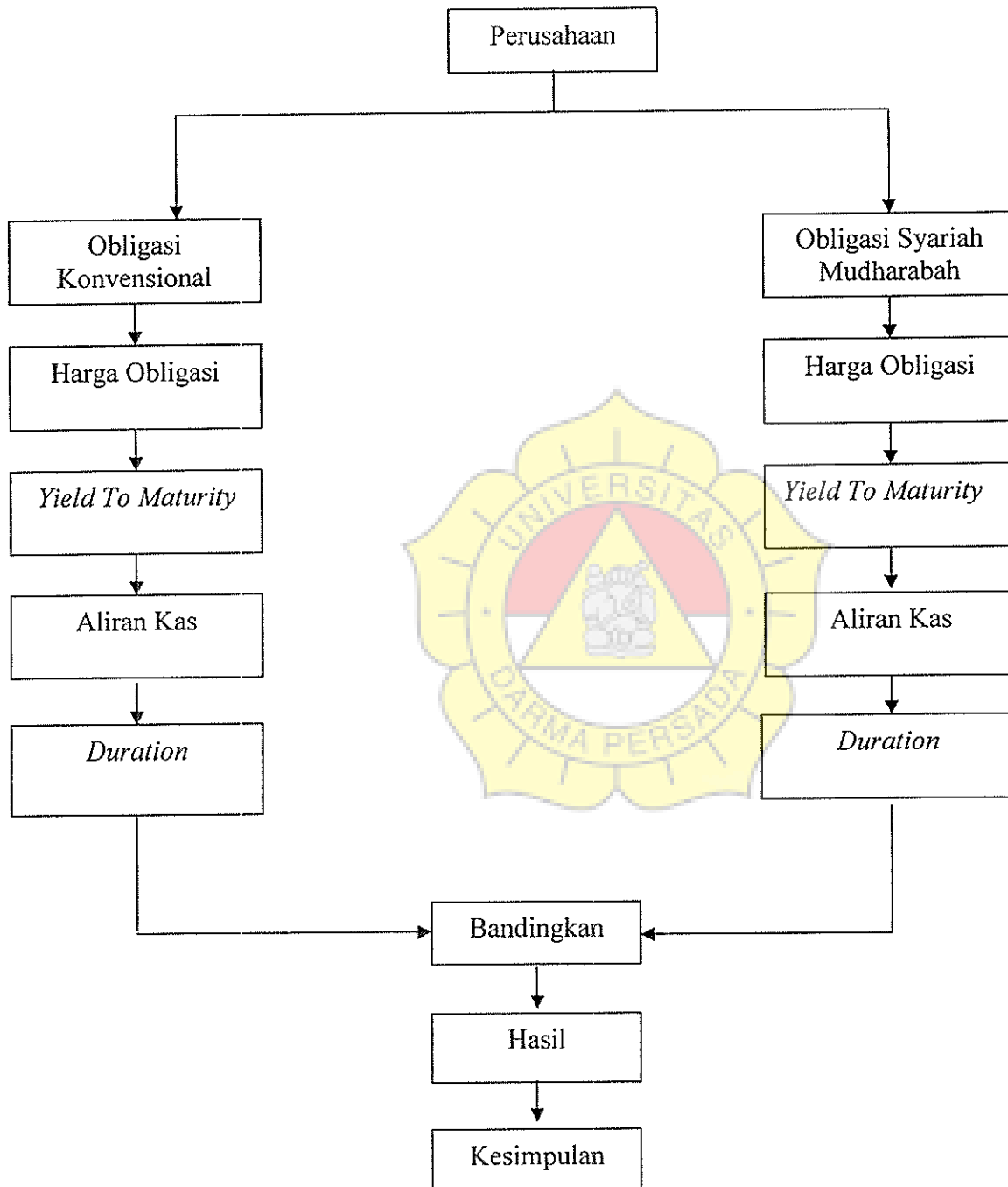
Tabel. II 1  
Obligasi Konvensional VS Obligasi Syariah Mudharabah

Obligasi Konvensional	Obligasi Syariah Mudharabah
1. Jenis usaha yang dilakukan emitan tidak dibatasi selama tidak bertentangan dengan hukum yang berlaku di Indonesia.	1. Jenis usaha yang dilakukan emiten (mudharib) tidak boleh bertentangan dengan Fatwa DSN-MUI Nomor 20 / DSN-MUI / IV /2001 tentang pedoman pelaksanaan investasi untuk reksa dana syariah.

Obligasi Konvensional	Obligasi Syariah Mudharabah
<p>2. Pendapatan (hasil) investasi yang dibagikan emiten kepada pemegang obligasi dari total pendapatan dari seluruh unit bisnis yang dimiliki oleh kelompok usaha emiten.</p>	<p>2. Pendapatan (hasil) investasi yang dibagikan emiten (mudharib) kepada pemegang obligasi syariah mudharabah (shahibul mal) harus bersih dari unsur non halal.</p>
<p>3. Tingkat bunga yang digunakan emiten dalam memberikan return kepada pemegang obligasi adalah tetap (konstan) tanpa probabilitas perusahaan. Sedangkan obligasi yang menggunakan <i>floating rate</i> didasarkan pada tingkat suku bunga bank sentral.</p>	<p>3. Obligasi syariah ini akan memberikan return karena sifatnya <i>expected return</i> karena sifatnya yang <i>floating</i> dan tergantung pada kinerja pendapatan yang dibagihasilkan.</p>

Sumber: Harian Kompas, 4 Juni 2003

## G. Kerangka Pikir



Gambar II. 2 Kerangka pikir