

STRATEGI PENGEMBANGAN OBLIGASI SYARIAH INDONESIA DENGAN METODE BERPIKIR SECARA HOLISTIK (Disertai Dengan *Benchmark* Obligasi Syariah Malaysia)

Oleh: Siti Majidah
Staf Pengajar STAI Al-Muhsin
Email: sitimajidah@yahoo.co.id

Abstrak

Dalam makalah ini penulis membahas mengenai strategi pengembangan obligasi syariah yang didasari dengan pemikiran holistik atau menyeluruh untuk dapat menghasilkan formulasi jitu dalam mengembangkan obligasi syariah di Indonesia. Dalam makalah ini juga akan dijelaskan mengenai beberapa metode yang akan digunakan dan disertai dengan perbandingan antara metode yang digunakan oleh ekonomi konvensional dan ekonomi Islam dalam mengembangkan obligasi. Selain itu di sini juga dipaparkan indikator makro Indonesia dan Malaysia, disertai dengan perkembangan obligasi di kedua negara, serta analisis pemodelan dalam pengembangan salah satu elemen pasar keuangan kedua negara yakni obligasi syariah di kedua negara tersebut.

Kata Kunci: Obligasi syariah, obligasi konvensional, holistik.

A. Pendahuluan

Krisis keuangan global yang melanda dunia belum lama ini menunjukkan bahwa sistem ekonomi yang dianut oleh masyarakat di dunia ini sangatlah rapuh dan rentan. Guncangan-guncangan global telah

menyebabkan resesi dalam sebuah perekonomian di dunia. Oleh sebab itulah dunia kini mulai memikirkan untuk mengkonsep ulang sistem ekonomi yang saat ini banyak dianut oleh masyarakat dunia menjadi sebuah konsep yang lebih matang dan holistik agar tidak rentan dengan banyaknya guncangan dalam perekonomian global. Dari sinilah sistem ekonomi dan keuangan konvensional mulai mencari sebuah model yang lebih komprehensif dan holistik.

Banyak ekonom dunia yang akhir-akhir ini mulai melirik perekonomian Islam atau sistem ekonomi Islam yang mereka prediksi mampu untuk memberikan solusi atas krisis dan ketimpangan perekonomian dunia. Solusi yang ditawarkan sistem ekonomi Islam yakni melalui pengembangan mualamah keuangan dengan mengedepankan sistem bagi hasil. Para ekonom muslim pun juga berkeyakinan bahwa di dalam agama Islam terdapat sebuah sistem keuangan yang lebih baik yang berlandaskan kepada al-Qur'an dan Sunnah. Karena di dalam Islam sistem pendekatan dalam memberikan solusi perekonomian lebih mengedepankan sistem ekonomi yang lebih komprehensif dan holistik. Pendekatan ini bisa kita terapkan dalam mengembangkan salah satu instrumen keuangan yakni *obligasi sukuk syariah*.

Dalam makalah ini penulis membahas mengenai strategi pengembangan obligasi syariah yang didasari dengan melakukan sebuah pemikiran holistik atau menyeluruh untuk dapat menghasilkan formulasi jitu dalam mengembangkan obligasi syariah di Indonesia. Dalam makalah ini juga akan di jelaskan mengenai beberapa metode yang akan digunakan dan disertai dengan perbandingan antara metode yang digunakan oleh ekonomi konvensional dan ekonomi Islam dalam mengembangkan obligasi. Selain itu di sini juga akan di paparkan mengenai indikator makro Indonesia dan Malaysia, disertai dengan perkembangan obligasi di kedua negara, serta analisis pemodelan dalam pengembangan salah satu elemen pasar keuangan kedua negara yakni obligasi syariah di kedua negara tersebut.

Pengertian Obligasi Syariah

Kata obligasi berasal dari bahasa Belanda yaitu, *Obligate* atau *Obligaat* yang berarti kewajiban yang tidak dapat ditinggalkan atau surat utang suatu pinjaman negara atau daerah atau perseroan dengan bunga tetap. Dalam kamus bahasa Indonesia obligasi memiliki dua makna.

Pertama, obligasi adalah surat perjanjian dengan bunga tertentu dari pemerintah yang dapat diperjual-belikan. Makna kedua, obligasi adalah surat utang berjangka lebih dari satu tahun dan bersuku bunga tertentu yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menarik dana dari masyarakat guna menutup pembiayaan perusahaan. Sedangkan dalam Keputusan Presiden RI Nomor 775/KMK001/1982 disebutkan bahwa obligasi adalah jenis efek berupa surat pengakuan hutang 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 (Badan Pelaksana Pasar Modal).

Sedangkan obligasi syariah menurut fatwa dewan syariah nasional (DSN) No. 32/ DSN-MUI/IX/ 2002, adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi berupa bagi hasil / margin / fee, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.¹

Dalam ekonomi Islam selain obligasi syariah juga terdapat *sukuk*, yakni sertifikat yang menunjukkan nilai yang sama setelah penutupan *subscription*, penerimaan atas nilai sertifikat dan meletakkannya untuk digunakan sebagaimana rencana, pemilikan saham dan hak atas aset yang nampak, penggunaan dan jasa dan *equity* atas proyek yang disebutkan.² Di dalam keuangan Islam sukuk juga dikenal sebagai obligasi syariah. Konsep sukuk juga telah dikenal sejak dahulu kala pada abad pertengahan di kawasan Timur Tengah. Semua bentuk muamalah tersebut dibolehkan dalam Islam selama tidak mengandung *riba*, *gharah* dan *maysir*. Hal ini senada dengan kaidah umum ushul fiqh: *Pada dasarnya semua bentuk muamalah boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkannya*.

Perbedaan antara Obligasi Syariah dengan Obligasi Konvensional

Di antara perbedaan antara obligasi syaria'ah dengan obligasi konvensional adalah sebagai berikut:

- a. Tingkat pendapatan dalam obligasi syariah berdasarkan kepada tingkat rasio bagi hasil yang besarnya disepakati oleh pihak emiten

1 Heri Sudarsono, *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah: Deskripsi dan Ilustrasi*. (Yogyakarta: Ekonisia, 2004) hal 239.

2 Ibid, hal. 298

- dan investor, sedangkan pada obligasi konvensional menekankan pendapatan investasi berdasarkan tingkat suku bunga
- b. Sistem pengawasan obligasi syariah selain diawasi oleh pihak wali amanat, juga diawasi oleh Dewan Pengawas Syariah, sedangkan obligasi konvensional hanya diawasi oleh wali amanat.
 - c. Jenis industri yang dikelola oleh emiten obligasi syariah serta hasil pendapatan perusahaan penerbit obligasi harus selalu berunsur halal.
- Dalam *table* berikut ini ditunjukkan mengenai perbedaan antara obligasi syariah dengan obligasi konvensional :

Keterangan	Obligasi Syariah	Obligasi Konvensional
Harga Penawaraan	100 %	100%
Jatuh Tempo	5 Tahun	-
Pokok Obligasi	100 %	100 %
Pendapatan	Bagi Hasil	Bunga
Return	15,5- 16 % Indikatif	15,5 -16 % tetap
Rating	AA +	AA +

Hubungan Pajak dengan Perkembangan Obligasi Syariah

Faktor pajak disinyalir banyak mempengaruhi pengembangan obligasi syariah. Pajak atas obligasi syariah telah ditetapkan berdasarkan keputusan Parpem Nomor 6 Tahun 2002 tentang pajak penghasilan atas bunga dan diskonto obligasi syariah yang diperdagangkan atau dilaporkan pada bursa efek dan diatur pelaksanaannya oleh keputusan Menteri Keuangan RI Nomor 121/KMK.03/2002. Jika dicermati maka pelaksanaan pemberlakuan pajak atas obligasi secara tidak langsung akan membuat pelaku pasar dan investor obligasi melakukan penertiban atas transaksi yang dilakukan.

Metode Penelitian

1. Metode *System Thinking*.

Pada dewasa ini terdapat sebuah model yang diterapkan untuk meneliti dinamika perekonomian secara *kaffah*. Pendekatan yang digunakan merupakan pendekatan *system* yang memang digunakan sebagai pendekatan suatu dunia yang nyata. Sebab, *system* merupakan bagian dari dunia nyata yang terdiri dari berbagai unsur pada suatu tempat dan

batasan waktu. Pendekatan *system* kerap kali disebut dengan *system thinking* yang merupakan sebuah pendekatan yang biasa diterapkan dalam sebuah *system*. Pendekatan berpikir *system* dilandasi oleh unsur lingkungan yang berhubungan dengan obyek sebagai satu kesatuan, bagian yang integral, tidak terpisahkan dan saling mempengaruhi.

Selama 200 tahun, sejak era revolusi industri tahun 1980-an konsep yang lebih mendominasi dunia adalah konsep *linier thinking*, ekstrapolasi dari 2 titik, meniadakan elemen metafisik dan menghilangkan faktor *x*, sehingga memisahkan faktor keimanan dengan ilmu pengetahuan. Konsep ini telah mengakar kuat sejak era Adam Smith dan Malthus yang merupakan sebuah pendekatan ekonomi yang terlalu menyederhanakan kehidupan real. Memang konsep ini dapat dijadikan acuan dalam perekonomian dahulu, namun seiring dengan semakin kompleksnya problematika perekonomian dunia maka banyak para ekonom dunia yang mulai membuat formulasi pendekatan baru sebagai pengisi dari kekosongan teori zaman dahulu.

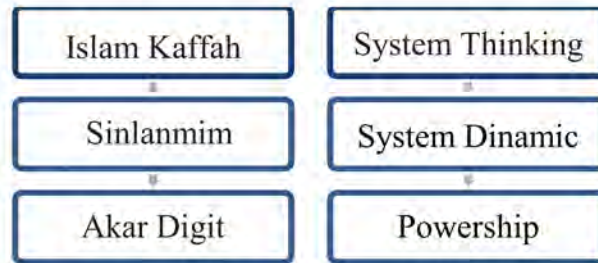
Forrester dari MITT mengisi kekosongan ini dengan *teori titik ketiga* yang dinamakan dengan *system dynamic*. Jika pemikir Barat mengisi kekosongan teori ketiga ini dengan *system dinamik* maka lain halnya dengan ekonom Islam yang mengisinya dengan metode *synlammim*. Metode ini dalam ekonomi *kaffah* juga menjadi metode yang baru bagi pengembangan epistemologi sistem ekonomi Islam secara keseluruhan. Untuk memudahkan pengertiannya maka metode *synlammim* dipersamakan dengan metode *system dynamics* yang sudah lebih dulu eksis sejak sepuluh tahun terakhir. Metode *sinlammim* secara umum merupakan salah satu solusi menembus kebuntuan kehidupan dalam rangka memecahkan permasalahan yang mendasar. Hal ini muncul karena dirasakan perlunya suatu metode yang lebih baik untuk menjadi penyeimbang guna mengatasi kemandekan ilmu pengetahuan. Hal ini sejalan dengan perkembangan peradaban terakhir yang menyatakan bahwa dirasakan perlu untuk mencari jalan tengah dari permasalahan ekonomi yang ada dengan beralih ke hal-hal yang berkaitan dengan *spiritual*. Semakin hari manusia semakin menginginkan peradaban yang lebih baik, lebih tajam, dan mampu menjawab semua aspek.

2. Pendekatan Islam Kaffah.

Jika dalam pemikiran Barat ada pendekatan *system thinking* dan *system dinamik* maka dalam Islam juga dikenal sebuah *system* yang tak jauh hebatnya dengan pendekatan mereka karena mencakup pendekatan

komprehensif dari sebuah *system*. Jika di Barat pendekatan yang digunakan yaitu *system dinamik* maka dalam Islam dinamakan dengan pendekatan sistem *Islam kaffah*.

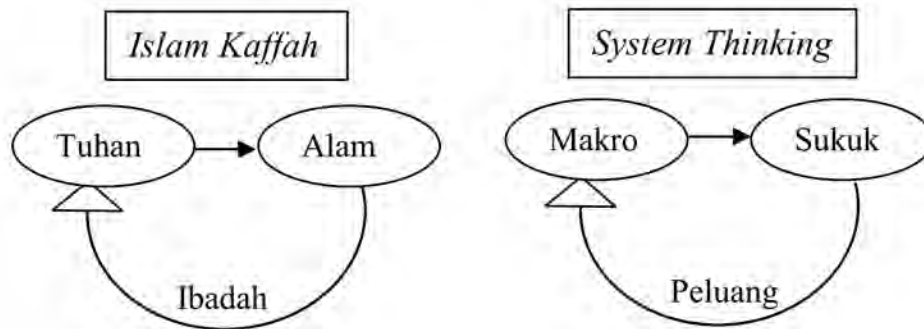
Pendekatan ini sesuai dengan apa yang tersurat dalam al-Quran surat al-Baqarah ayat 208. Perbedaan konsep berpikir antara kedua kutub tersebut adalah sebagai berikut.



Secara garis besar dijelaskan dari tabel di atas bahwa jika dalam konsep berpikir Barat terdiri dari *system thinking* ----*system dinamic*----*powership*, maka dalam konsep berpikir Islam terdiri dari *Islam kaffah* ----*synlanmim*---*akar digit*.

System thinking dalam konsepsi Barat memiliki *casual loop* positif maka sebaliknya *system kaffah* dalam konsepsi Islam menghasilkan pembawa berita gembira. Oleh sebab itu *system kaffah* dapat disandingkan dengan *system thinking*. Sedangkan metode *synlanmim* juga memenuhi syarat sebagai salah satu dari *system dinamic*, yakni dengan dilihat dari sisi *feedbacknya*. Di dalam *synlanmim* elemen pertama adalah Tuhan, kemudian alam, yang nantinya akan menghasilkan *feedback* ibadah. Atau dalam kata lain, muamalah ekonomi di dalam konsep Islam tidak dapat dipisahkan dari kedua elemen tersebut, yang nantinya akan menjadi sebagai sebuah aktifitas ibadah.

Adapun kaitannya antara *powership* dengan *akar digit* yakni: jika dalam peradaban Barat mereka mampu menguasai teknologi dan alat komputer secara canggih sehingga mereka dapat menghasilkan sebuah *platform powership*, yang sebenarnya merupakan sesuatu yang biasa-biasa saja, lain halnya dengan konsep berpikir Islam, yang jika mampu mengejewantahkan makna *Islam kaffah* maka akan menghasilkan formula yang luar biasa berupa formula *akar digit*. Sebab di dalamnya memuat nilai kesederhanaan, ketakberhinggaan dan bernilai mutlak. Ilustrasinya adalah sebagai berikut:



3. *System Dinamik*

System dinamik juga bisa dijadikan sebagai pendekatan dalam penelitian obligasi. Jika dirunut dari pengertian Massachusetts Institute of Technology (MIT), *system dinamik* berarti suatu metodologi untuk mempelajari permasalahan yang ada di sekitar. Atau dalam arti lain, metode *system dinamik* akan melihat suatu permasalahan secara komprehensif. Konsep utamanya yakni pemahaman tentang bagaimana obyek dalam suatu sistem saling berinteraksi satu sama lain. Secara global berarti konseptualisasi *system* dilakukan atas dasar permasalahan yang diidentifikasi yang nantinya akan menimbulkan pemahaman yang lebih mendalam akan sebuah *system* hingga pada akhirnya memungkinkan terjadinya redefinisi masalah sampai diterimanya konseptualisasi *system* tersebut.

Menurut Forrester terdapat perbedaan yang mencolok antara pola *system thinking* dengan *dinamik*. Perbedaannya tersebut terdapat pada fungsi operator dan fungsi desainernya. Pendekatan *system dinamik* merupakan pendekatan yang memiliki nilai filosofis yang sangat tinggi mengenai pentingnya bagi seorang peneliti menciptakan sesuatu yang baru. Sebab dalam *system dinamik* selalu ada *stock flow* diagram yang baru.

B. Pembahasan

Dalam makalah ini akan dibahas pertama kali dari indikator perkembangan ekonomi Indonesia secara makro yang nantinya berkaitan dengan perkembangan obligasi syariah di Indonesia. Kita ketahui bersama bahwa berbagai faktor makro turut memberikan kontribusi bersama pada perkembangan pasar surat berharga di Indonesia. Ini terindikasi dari pertumbuhan ekonomi Indonesia yang semakin pesat dan relatif stabil, inflasi yang terkendali serta perkembangan nilai tukar rupiah yang stabil.

Indikator pertumbuhan makro Indonesia dapat dilihat dari tabel di bawah ini

Indikator	2002	2003	2004	2005	2006
Pertumbuhan PDB%	4,38	4,88	5,13	5,62	4,97
Inflasi (%)	10,05	5,06	6,4	17,11	10,89
Suku bunga					
a. SBI 1 Bulan	12,9	8,1	7,4	12,75	11,75
b. Deposito satu tahun	12,8	8,1	6,4	11,08	11,1
Cadangan Devisa	32,0	36,3	35,93	34,72	39,77
IHSG BEJ	424,9	742,5	1,002	1,162	1,582
Nilai Tukar IDR	9,311	8,600	8,939	9,000	9,000

Obligasi Syariah di Indonesia

Saat ini berdasar catatan emisi obligasi syariah oleh bursa efek Surabaya, sejak tahun 2002 sampai 2006 jumlah obligasi syariah di Indonesia mencapai 17 penerbit obligasi syariah. Sedangkan jumlah emiten masih terbatas yakni 17 emisi sampai akhir tahun 2006 dan pada tahun 2007 mencapai 20 emisi. Emisi obligasi syariah di Indonesia dipelopori oleh emiten PT Indosat TBK yang bergerak di bidang telekomunikasi.

Indikator Ekonomi Makro Malaysia

Setelah kita memaparkan mengenai potret indikator makro Indonesia beserta perkembangan obligasi syariahnya maka kita akan memotret indikator makro Malaysia beserta obligasi syariah di negara tersebut yang nantinya akan kita komparasikan dengan menggunakan pendekatan analisis pemodelan.

Indikator makro Malaysia memang stabil, terlihat dari pertumbuhan GDP yang selalu membaik di samping nilai inflasi negara tersebut yang selalu berada di bawah 1,9 % sejak tahun 2003. Kecuali tahun 2006 yang melonjak mencapai level 3 %. Ini berhubungan juga dengan kebijakan moneter Bank Negara Malaysia yang memberikan efek relaksasi dengan dimungkinkannya suku bunga tibillis 1 bulan di bawah 3 % selama periode 2002-2005. Pada tahun 2006, BNM juga menekan inflasi dengan

melakukan kontraksi dengan menaikkan suku bunga tibillis menjadi 3,227 %. Selain itu pemerintah Malaysia juga mengawasi peredaran mata uang dengan sangat ketat.

Setelah kita mengenal dan mengetahui beberapa indikator perekonomian antara negara Indonesia dan negara Malaysia beserta dinamika perkembangan obligasi syariah di kedua negara, maka pada sub bab kecil ini akan kita bahas mengenai analisis pemodelan obligasi syariah dalam rangka mengembangkan pertumbuhan obligasi syariah. Pada analisis pemodelan syariah ini akan kita masukan beberapa elemen makro ekonomi negara Indonesia dengan Malaysia yang mencakup mata uang, indeks, inflasi maupun suku bunga. Penyertaan beberapa elemen tersebut dilakukan dalam rangka memberikan pemahaman yang lebih baik dan komprehensif. Sedangkan variabel-variabel yang menjadi batasan-batasan dalam pembuatan model obligasi syariah ini yaitu inflasi negara Indonesia dan Malaysia, IDR dan MYR, indeks harga saham di kedua negara, suku bunga kedua negara, nilai kapitalisasi OSI dan OSM, nilai kapitalisasi obligasi konvensional Malaysia dan nilai kapitalisasi obligasi konvensional Indonesia.³

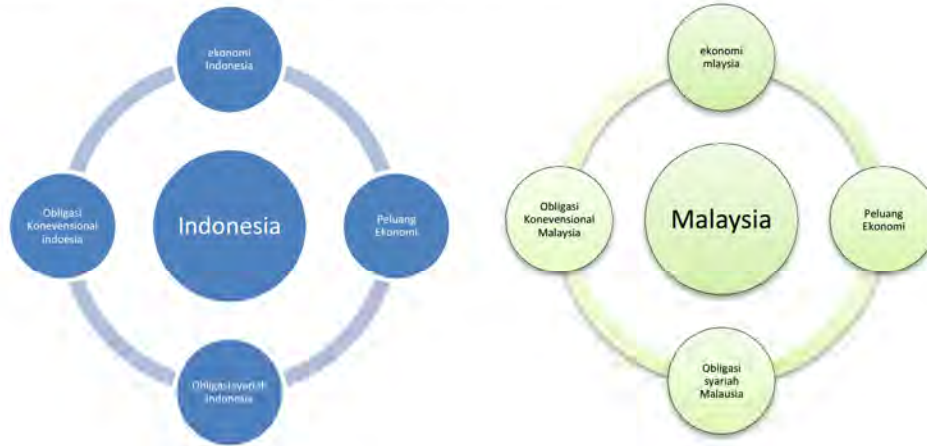
a. Model Mental

Analisis pemodelan yang akan kita gunakan yakni dengan model mental. Karena berdasarkan model mental sederhana akan menggambarkan gejala *system* nyata yang selanjutnya akan dibangun struktur *model system dinamic dalam pola Causal Loop Diagram*.

Di beberapa catatan dikatakan bahwa beberapa faktor yang mempengaruhi investasi dalam obligasi di suatu negara sangat dipengaruhi oleh kondisi makro ekonomi masing-masing negara yang secara mayoritasnya tergantung kepada dinamika pasar modal dan keuangannya. Keterkaitan antara laju pertumbuhan obligasi baik obligasi syariah dan obligasi konvensional sangat berkait kelindan dengan laju peluang usaha suatu negara yang merupakan variabel pendukung pertumbuhan ekonomi makro suatu negara. Oleh sebab itulah pengembangan inovatif dinamika obligasi syariah sangat diperlukan. Atau dengan kata lain perubahan ekonomi makro suatu negara harus benar-benar diperhitungkan dalam analisis model mental perkembangan obligasi syariah.

³ Untuk data-data yang terkait dengan pasar keuangan kedua negara diambil dari tahun 2002 sampai dengan 2006.

Ilustrasi model mental sederhana dalam suatu perkembangan obligasi syariah kedua negara adalah sebagai berikut:



b. Causal Loop Diagram

Setelah kita membuat ilustrasi model mental perkembangan obligasi kedua negara tersebut di atas, menunjukkan adanya gejala system nyata di kedua negara yang mempengaruhi obligasi syariah beserta peluang ekonomi di kedua negara. Setelah itu, maka kita bentuk struktur model *system dinamik* sebagai sarana untuk menyempurnakan konsep-konsep baru pengembangan obligasi syariah secara holistik atau menyeluruh.

Perlu diketahui bahwa untuk pembuatan model ini akan diambil data dari pasar modal kedua negara seperti: BI, BNM, BPS, BEI, Bursa Malaysia dsb., dari tahun 2002-2006. Setelah dibuat model mental sederhana yang diteruskan dengan membangun struktur *system dinamik* maka langkah selanjutnya adalah membuat model *Causal Loop Diagram (CLD)*. Model ini merupakan bangunan struktur model yang terdiri dari beberapa variabel *system* model mental sederhana yang dipengaruhi oleh suatu *system*. Kemudian variabel *system* ini dihubungkan satu sama lain dengan menggunakan struktur umpan balik. Konsep pemodelan *Causal Loop Diagram* juga harus bisa disimulasikan dalam komputer untuk membuktikan keakuratannya. Oleh sebab itulah, agar simulasi dan data yang telah berhasil di kumpulkan dan diracik bisa diolah kembali oleh *system* komputer maka CLD yang telah dibentuk diubah terlebih dahulu ke dalam model diagram alir atau *Stock Flow Diagram*. Sedangkan hasil simulasi nantinya dapat digunakan sebagai sarana memahami perilaku

gejala atau proses serta mengetahui kecenderungan di masa yang akan datang.

Atau dalam arti lain, hasil analisis obligasi syariah yang ada dalam model *Stock Flow Diagram* akan mengeluarkan hasil berupa analisis kebijakan yang bisa melahirkan output berupa prospek obligasi syariah di masa depan yang cukup argumentatif dan otoritatif. Pada akhirnya hasil simulasi itu akan memberikan laju perkembangan obligasi syariah secara optimal jika didukung oleh skenario insentif yang berupa pengurangan pajak dan penerbitan SBSN secara berkala.

A. Kesimpulan

Penelitian ini secara garis besar akan membuktikan bahwa nilai obligasi syariah Indonesia di tahun 2015 berada di atas nilai obligasi syariah Malaysia (OSM). Analisa kebijakan OSI sangat dipengaruhi oleh sensitivitasnya terhadap Setifikat Bank Indonesia (SBI) dan *market share*, adapun prospek OSI diperoleh dari intervensi struktural melalui insentif pajak dan penerbitan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Adapun bukti-bukti yang mendukung hasil penelitian ini yaitu:

1. Nilai obligasi konvensional Indonesia meningkat sangat tajam setelah diterbitkannya obligasi pemerintah yaitu Surat Utang Negara (SUN) yang sekaligus menjadi *benchmark* bagi obligasi korporat.
2. Indeks OSI lebih tinggi dibandingkan dengan OSM untuk kurun waktu 2002-2006 dalam perhitungannya OSI mampu menampilkan indeks lebih bagus dibandingkan OSM, tentunya hal ini akan mempengaruhi preferensi investor dalam menanamkan investasinya di masa yang akan datang dalam instrumen OSI.
3. Perkembangan OSI sampai tahun 2015 dipengaruhi oleh variabel ekonomi makro sehingga diperlukan skenario sensitivitas terhadap SBI dan *market share*.
4. Nilai kapitalisasi OSI mampu mencapai Rp. 2.726.019 miliar tahun 2015 di atas nilai OSM yang hanya meraih Rp. 1.944.952

Daftar Pustaka

Sudarsono, Heri, *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah: Deskripsi dan Ilustrasi*, Yogyakarta: Ekonisia, 2004.

