

KONSEP BIAYA HUTANG DALAM KEUANGAN ISLAM

Oleh: Moh. Nurul Qomar

A. ABSTRAK

Penggunaan instrument keuangan berbasis syariah khususnya hal yang terkait dengan hutang akan berdampak pada struktur keuangan perusahaan sama halnya dengan instrument keuangan konvensional, namun yang membedakan adalah dari sisi konsep yang pada akhirnya akan berpengaruh pada formulasi hitungan yang berbeda dari konvensional

Kata kunci: Hutang, Murabahah, Obligasi, Formulasi

B. PENDAHULUAN

Keberagaman produk keuangan Islam saat ini berdampak baik langsung maupun tidak langsung kepada sektor industri, hal tersebut ditunjukkan dengan banyaknya lembaga bisnis mulai menggunakan produk keuangan berbasis syari'ah baik untuk keperluan jangka pendek seperti pembiayaan *murabahah* maupun jangka panjang seperti obligasi syariah.

Penggunaan produk-produk diatas oleh berbagai lembaga bukanlah tanpa alasan, selain dinilai lebih menenangkan namun juga menguntungkan dilihat dari fleksibilitas pembayaran. Maka dengan digunakannya produk-produk syariah kedalam struktur keuangan diperlukan telaah lebih rinci tentang bagaimana pengaruh produk keuangan syariah terhadap keuangan perusahaan.

Berdasar pada ide besar diatas maka makalah ini akan mengkaji konsep biaya hutang pada perusahaan yang menggunakan produk keuangan syari'ah, adapun model matematikanya akan berlandaskan pada karakteristik produk yang digunakan.

C. Hutang Jangka Pendek

Kewajiban yang diharapkan akan dilunasi dalam waktu satu tahun atau satu siklus operasional perusahaan mana yang lebih lama (PSAK No. 9 Buku SAK 1994):

a. Hutang Dagang

Hutang dagang berasal dari transaksi pembelian barang dan jasa yang diperlukan dalam kegiatan usaha normal, pada pengertian lain hutang dagang didefinisikan dengan adalah kewajiban (liability) yang belum dibayarkan untuk barang dan jasa yang diterima dalam kegiatan usaha normal perusahaan. jadi perkiraan hutang dagang mencakup kewajiban karena perolehan bahan baku peralatan, prasarana, reparasi dan banyak lagi jenis barang dan jasa lainnya yang diterima sebelum akhir tahun..

Dalam Islam hutang dagang biasa juga disebut dengan *qord* dalam term ini Imam Abu Hanifah berpendapat:

"Harta yang memiliki kesepadanan yang anda berikan untuk anda tagih kembali dengan nilai yang sepadan"

Sedang landasan syar'inya termaktub dalam QS Al-Hadid: 11

"Siapakah yang mau meminjamkan kepada Allah, pinjaman yang baik maka Allah akan melipatgandakan (balasan) pinjaman itu untuknya, dan dia akan memperoleh pahala yang banyak"

Rasulullah bersabda “*Bukan seorang muslim yang mereka meminjamkan muslim lainnya dua kali kecuali yang satunya adalah (senilai) shodaqoh.* (HR Ibnu Majah)

Dari kedua dalil diatas jelaslah bahwa hutang piutang dalam perdagangan dalam Islam diperbolehkan bahkan potongan harga apabila merujuk pada hadis diatas juga diperbolehkan dengan demikian asumsi-asumsi untuk memformulasikan biaya hutang (*qord*) dalam perusahaan Islami adalah sebagai berikut *pertama* penjual akan memberikan potongan tertentu sebesar $r\%$ kepada pembeli jika pembeli membayar lebih awal dari jadwal pembayaran yang telah ditetapkan. *Kedua* diskon di hitung dengan perbandingan rata-rata hutang dagang perusahaan. Dari dua asumsi tersebut biaya hutang dagang perusahaan adalah:

$$\text{Cod} = \frac{\text{Cash Discount}}{\text{Average Payable}} \times 100\%$$

b. Hutang Bank

Dalam bahasan ini yang dimaksud dengan hutang bank adalah produk pembiayaan bank yang disebut dengan *murabahah* berikut adalah penjelasan dan formulasi biaya hutang produk ini.

Dalam catatan Imam Muhammad Amin bin Umar yang lebih populer dengan sebutan Ibnu Abidin, dan catatan Ibnu Hazem bahwa *murabahah* adalah sistem jual – beli yang diciplak dari negara Persia (salah satu negara adidaya disaat itu) oleh masyarakat Arab Islam dalam aktivitas bisnis mereka pada abad pertama hijriah.

Seiring perkembangannya zaman, *murabahah* akhirnya menjadi sistem jual-beli yang dilegitimasi oleh para ulama klasik, bahkan keabsahannya merujuk kepada konstitusi ulama (*ijma'*), Imam Al-Kasani (dari ulama Hanafi) menjelaskan bahwa sepanjang sejarah semenjak diperaktekan sistem *murabahah* dari generasi ke generasi tidak ada segelintir komunitas muslim dan ulama yang mengingkari akan keabsahannya sistem jual-beli *murabahah*, Hal itu dapat dijadikan rujukan sebagai bentuk *ijma'*, disamping itu ada banyak alasan sistem jual-beli *murabahah* ini diterima oleh banyak kalangan

Dalam literatur fiqh *murabahah* didefinisikan sebagai jual beli barang pada harga asal dengan tambahan keuntungan yang disepakati¹ dari definisi tersebut maka paling tidak skim *murabahah* mencakup dua komponen yakni jual beli (*bai*) dan tambahan keuntungan yang disepakati, dari dua komponen tersebut maka *murabahah* dapat digolongkan kepada akad *tijaroh* dengan bentuk *natural certainty contracts*².

Dari definisi diatas *murabahah* mempunyai syarat sebagai berikut (a) penjual memberitahu biaya modal kepada nasabah (b) kontrak pertama harus sah sesuai dengan rukun yang ditetapkan (c) kontrak harus bebas riba (d) penjual harus menjelaskan kepada pembeli bila terjadi cacat atas barang sesudah

¹ M ibn Rusyd dalam *Bidayatul mujtahid wa nihayatul muqtasid* dikutip oleh Syafii Antonio dalam "Bank Syariah Teori dan Praktek" Gema Insani Perss Jakarta 2001, h. 101

² Adiwarmar Karim "Bank Islam Analisis Fiqih dan Keuangan" Raja Grafindo Persada Jakarta 2006 h. 161

pembelian (e) penjual harus menyampaikan semua hal yang berkaitan dengan pembelian.

Sistem jual-beli murabahah yang diterapkan/ diaplikasikan banyak oleh lembaga keuangan syariah sekarang ini adalah murabahah dengan pesanan pembelian, adalah hasil inovasi rekonstruksi murabahah yang dipelopori dan disosialisasikan pada lembaga keuangan Islam oleh DR. Sami Hasan Hamud pada saat mempertahankan desertasinya yang diajukan pada Universitas Al-Azhar, Mesir. Beliau menguraikan pengertiannya sebagai berikut :

"Suatu kesepakatan antara pihak bank dan nasabah, agar bank menyediakan barang yang dibutuhkan oleh nasabah, dan nasabah akan membelinya serta bank menjual kepadanya dengan sistem pembayaran tunai atau tunda, yang sudah ditentukan harga pokok pembelian ditambah keuntungan (margin) terlebih dahulu."

Lahirnya inovasi baru ini sesungguhnya DR Sami terinspirasi dari karya para ulama klasik juga, sekalipun istilah yang dipakai berbeda, hal itu dapat ditelusuri dari karya-karya mereka diantaranya : Kitab Mabsut karya Imam Assarkhasi, dijelaskan bahwa Muhammad bin Hasan Asy Syaibani dalam kitab tersebut menguraikan karakteristik murabahah, yaitu :

1. Jenis murabahah ini cocok untuk properti, antara pemesan dan pihak yang diberi pesanan harus sepakat dalam menentukan harga pokok properti dan tambahan /keuntungan (margin) sewaktu perjanjian.
2. Perjanjian dalam murabahah jenis ini bukanlah suatu keharusan, artinya pemesan tidak terikat walaupun sudah memesan barang, pemesan dapat menerima atau membatalkan barang tersebut.
3. Keharusan adanya ijab (permintaan dari pemesan) dan qabul (persetujuan atas permintaan dari yang diberi pesanan).

Demikian juga di kitab Al-Umm karya Imam Syafi'i, beliau menguraikan karakteristik murabahah, di antaranya :

1. Boleh bagi pemesan/ nasabah menentukan spesifikasi pesannya.
2. Terjadi kesepakatan dalam penentuan keuntungan (margin) pada saat perjanjian.
3. Penentuan besar kecilnya keuntungan (margin) berdasarkan kelihaiian yang diberi pesanan dalam menyediakan pesanan sesuai spesifikasi yang diminta, kualitas pesanan dan kemampuannya memperoleh dengan harga yang relatif murah.
4. Sistem pembayaran pemesan (cash atau cicil) jadi patokan dalam penentuan keuntungan.
5. Kebebasan yang sempurna bagi yang diberi pesanan dalam penyediaan barang dari berbagai suplaier dan produsen agar dapat memperoleh barang yang lebih berkualitas dan biaya-biaya pengadaannya dapat di tekan.

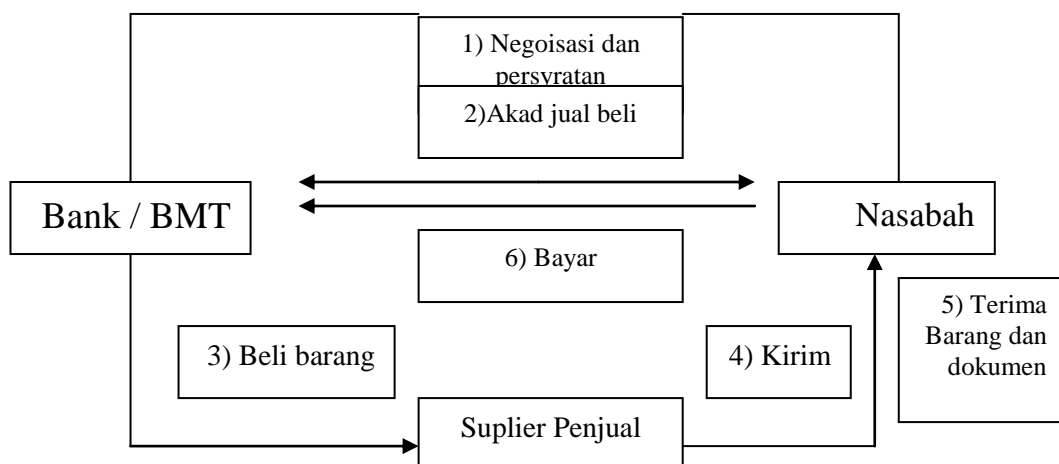
Imam Syafi'i menguraikan alasan ketidakterikatnya pemesan disebabkan janji walaupun sudah memesan barang (pemesan dapat menerima atau membatalkan barang tersebut) disaat perjanjian, yaitu: menghindari peraktek jual-beli barang/ komoditas apapun yang belum dimiliki oleh penjual dan unsur spekulasinya.

Sama halnya pada referensi para Ulama Malikiyyah seperti : At-Taaj karya Ibnu Qasim, Syareh Al-kabir karya Addardir, Mawahib al-Jalil karya Ibnu

Abdurrahman. Begitu juga pada referensi Ulama Hanafiyah, yaitu Ilamul muwaqqi'in karya Ibnu Qayyim.

Dalam praktek transaksi murobahah dapat dilakukan dengan pesanan maupun tanpa pesanan³, untuk murobahah berdasarkan pesanan bank melakukan pembelian barang setelah ada pesanan dari nasabah, sehingga secara oprasional Murobahah berdasar pesanan mempunyai karakteristik sebagai berikut⁴: *pertama* perjanjian murobahah dapat bersifat mengikat ataupun tidak mengikat, untuk perjanjian mengikat pembeli tidak dapat membatalkan pesanannya, apabila aktiva pembeli murobahah yang telah dibeli bank (sebagai penjual) mengalami penurunan nilai sebelum diserahkan kepada pembeli maka penurunan nilai tersebut menjadi beban penjual (bank) dan penjual (bank) akan mengurangi akad *kedua* pembayaran murobahah dapat dilakukan secara tunai atau cicilan, selain itu dalam transaksi ini diperkenankan adanya perbedaan dalam harga barang untuk cara pembayaran yang berbeda. *Ketiga* bank dapat memberikan potongan harga kepada nasabah apabila nasabah mempercepat pembayaran cicilan atau melunasi piutang mnurobahah sebelum jatuh tempo. *Keempat* harga yang disepakati dalam murobahah adalah harga jual sedangkan harga beli harus diberitahukan. Jika bank mendapat potongan dari pemasok, maka potongan tersebut merupakan hak nasabah, namun apabila potongan tersebut terjadi setelah akad maka pembagian potongan tersebut dilakukan berdasarkan perjanjian yang dimuat dalam akad. *Kelima* bank dapat meminta nasabah menyediakan agunan atas piutang murobahah, antara lain dalam bentuk barang yang telah dibeli dari bank. *Keenam* apabila nasabah tidak dapat memenuhi piutang murobahah sesuai dengan yang diperjanjikan, bank berhak mengenakan denda kecuali jika dapat dibuktikan bahwa nasabah tidak mampu melunasi. Denda diterapkan bagi nasabah mampu yang menunda pembayaran. Denda tersebut didasarkan pada pendekatan ta'zir yakni untuk membuat nasabah menjadi lebih disiplin terhadap kewajibannya. Besarnya denda sesuai dengan yang diperjanjikan dalam akad ddan dana yang berasal dari denda diperuntukan sebagai dana sosial.

Untuk memperjelas oprasional murabahah dapat digambarkan dengan sekema sebagai berikut⁵:



³ PSAK 59 IAEI

⁴ *Opchi*, h. 13

⁵ Syaffi Antonio, *Bank Syariah Teori Dan Prktek*, (Gema Insani Perss Jakarta, 2001), h.

Dari sekema diatas dapat dijelaskan bahwa pertama kali nasab akan datang ke bank untuk memesan suatu barang yang dibutuhkan pada langkah pertama ini akan terjadi negoisasi antra bank dan nasabah berkenaan dengan jenis atau spesifikasi barang pola pembayaran dan sebagainya kemudian bank atau nasabah akan memesan barang permintaan nasabah kepada supplier dengan spesifikasi barang yang disyaratkan selanjutnya barang dikirm kepada nasabah, terakhir nasabah akan mulai membayar dengan pola pembayaran yang telah disepakati.

Berdasar pada konsep diatas maka asumsi-asumsi yang digunakan untuk membangun model biaya hutang *murabahah* adalah sebagai berikut: *pertama* pihak penjual menentukan keuntungan penjualan (*margin*) sebesar $r\%$. *Kedua* pembayaran margin dan pokok dilakukan setiap periode tertentu. *Ketiga* tidak adanya pajak dan zakat dalam transaksi. Dengan demikian rumusannya adalah:

$$\text{Cod} = \frac{\text{Profit Margin}}{\text{Nominal Murabahah}} \times 100\%$$

D. Hutang Jangka Panjang

Hutang jangka panjang adalah kewajiban kepada pihak tertentu yang harus dilunasi dalam jangka waktu lebih dari satu perioda akuntansi (1 th) dihitung dari tanggal pembuatan neraca per 31 Desember. Pembayaran dilakukan dengan kas namun dapat diganti dengan asset tertentu. Dalam operasional normal perusahaan, rekening hutang jangka panjang tidak pernah dikenai oleh transaksi pengeluaran kas. Pada akhir perioda akuntansi bagian tertentu dari hutang jangka panjang berubah menjadi hutang jangka pendek. Untuk itu harus dilakukan penyesuaian untuk memindahkan bagian hutang jangka panjang yang jatuh tempo menjadi hutang jangka pendek

a. Obligasi Syariah Mudharabah

Menurut UU Pasar Modal No. 8 tahun 1995, Obligasi Konvensional yaitu "Surat berharga jangka panjang yang bersifat hutang yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi dengan kewajiban membayar bunga pada priode tertentu dan melunasi pokok pada saat jatuh tempo". Sedangkan Obligasi syariah berbeda dengan obligasi konvensional. Semenjak ada konvergensi pendapat bahwa bunga adalah riba, maka instrumen-instrumen yang punya komponen bunga (*interest-bearing instruments*) ini keluar dari daftar investasi halal. Karena itu, dimunculkan alternatif yang dinamakan obligasi syariah.⁶

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

Untuk menerbitkan Obligasi Syariah, ada beberapa kriteria persyaratan yang harus dipenuhi oleh emiten, yaitu:⁷

⁶<http://www.kompas.com/kompas-cetak/0306/04/finansial/347914.htm>

⁷Iggi H. Achsien, *Peluang dan Prospek Obligasi Syariah*, Makalah Syariah Economics Days di Jakarta, 19 Februari 2003, h. 10.

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

b. Prinsip-Prinsip Obligasi Syariah

Setelah sebuah perusahaan menerbitkan Obligasi Syariah, maka perusahaan tersebut harus menjalankan prinsip-prinsip yang mengatur Obligasi Syariah tersebut. Prinsip Obligasi Syariah antara lain:⁸

1. Pembiayaan hanya untuk suatu transaksi atau suatu kegiatan usaha yang spesifik, dimana harus dapat diadakan pembukuan yang terpisah untuk menentukan manfaat yang timbul.
2. Hasil investasi yang diterima pemilik dana merupakan fungsi dari manfaat yang diterima perusahaan dari dana hasil penjualan obligasi, bukan dari kegiatan usaha yang lain.
3. Tidak boleh memberikan jaminan hasil usaha yang semata-mata merupakan fungsi waktu dari uang (*time value of money*).
4. Obligasi tidak dapat dipakai untuk menggantikan hutang yang sudah ada (*bay al dayn bi al dayn*).
5. Bila pemilik dana tidak harus menanggung rugi, maka pemilik usaha harus mengikat diri (*aqad jaiz*).
6. Pemilik dana dapat menerima pembagian dari pendapatan (*revenue sharing*), dimana pemilik usaha (*emiten*) mengikat diri untuk membatasi penggunaan pendapatan sebagai biaya usaha.
7. Obligasi dapat dijual kembali, baik kepada pemilik dana lainnya ataupun kepada *emiten* (bila sesuai dengan ketentuan).
8. Obligasi dapat dijual dibawah nilai pari (*modal awal*) kalau perusahaan mengalami kerugian.
9. Perubahan nilai pasar bukan berarti perubahan jumlah hutang.

c. Struktur Obligasi Syariah

Obligasi syariah sebagai bentuk pendanaan (*financing*) dan sekaligus investasi (*investment*) memungkinkan beberapa bentuk struktur yang dapat

⁸Iwan P. Pontjowinoto, *Pasar Modal dalam Perspektif Ekonomi Syariah*, Makalah MES, Februari 2003, h. 28-29.

ditawarkan untuk tetap menghindarkan pada riba. Berdasarkan pengertian tersebut, Obligasi Syariah dapat memberikan:⁹

1. Bagi Hasil berdasarkan akad Mudharabah/ Muqaradhadh/ Qiradh atau Musyarakah. Karena akad Mudharabah/ Musyarakah adalah kerja sama dengan skema bagi hasil pendapatan atau keuntungan, obligasi jenis ini akan memberikan *return* dengan penggunaan *term indicative/ expected return* karena sifatnya yang *floating* dan tergantung pada kinerja pendapatan yang dibagihasilkan.
2. Margin/Fee berdasarkan akad Murabahah atau Salam atau Istishna atau Ijarah. Dengan akad Murabahah/ Salam/ Istishna sebagai bentuk jual beli dengan skema *cost plus basis*, obligasi jenis ini akan memberikan *fixed return*.

Di Indonesia, yang banyak digunakan dalam penerbitan obligasi syariah adalah struktur Mudharabah (bagi hasil pendapatan) baik yang telah diterbitkan maupun yang akan diterbitkan dalam waktu dekat. Sehingga, yang dikenal adalah Obligasi Syariah Mudharabah.

Obligasi Syariah Mudharabah memang telah memiliki pedoman khusus dengan disahkannya Fatwa No: 33/DSN-MUI/ IX/2002. Disebutkan dalam fatwa tersebut, bahwa Obligasi Syariah Mudharabah adalah obligasi syariah yang menggunakan akad Mudharabah. Selain telah mempunyai pedoman khusus, terdapat beberapa alasan lain yang mendasari pemilihan struktur mudharabah ini, di antaranya adalah:¹⁰

- a. Bentuk pendanaan yang paling sesuai untuk investasi dalam jumlah besar dan jangka yang relatif panjang;
- b. Dapat digunakan untuk pendanaan umum (*general financing*), seperti pendanaan modal kerja ataupun pendanaan *capital expenditure*;
- c. Mudharabah merupakan percampuran kerja sama antara modal dan jasa (kegiatan usaha) sehingga membuatnya strukturnya memungkinkan untuk tidak memerlukan jaminan (*collateral*) atas aset yang spesifik. Hal ini berbeda dengan struktur yang menggunakan dasar akad jual beli yang mensyaratkan jaminan atas aset yang didanai;
- d. Kecenderungan regional dan global, dari penggunaan struktur Murabahah dan Bai bi-tsaman Ajil menjadi Mudharabah dan Ijarah

Mekanisme atau beberapa hal pokok mengenai Obligasi Syariah Mudharabah ini dapat diringkaskan dalam butir-butir berikut:¹¹

- a. Kontrak atau akad Mudharabah dituangkan dalam perjanjian perwaliamanatan;
- b. Rasio atau persentase bagi hasil (nisbah) dapat ditetapkan berdasarkan komponen pendapatan (*revenue*) atau keuntungan (*profit; operating profit, EBIT, atau EBITDA*). Tetapi, Fatwa No: 15/DSN-MUI/IX/2000 memberi pertimbangan bahwa dari segi

⁹ <http://www.kompas.com/kompas-cetak/0306/04/finansial/347914.htm>

¹⁰ Junino Jahja, *Pendanaan Investasi Melalui Obligasi Syariah (Pengalaman PT. INDOSAT Tbk.)*, Makalah Seminar Nasional Ekonomi Islam "Potensi Obligasi Syariah Sebagai Alternatif Pembiayaan bagi Perusahaan", Yogyakarta, 24 Mei 2003, h. 10.

¹¹ <http://www.kompas.com/kompas-cetak/0306/04/finansial/347914.htm>

kemaslahatan pembagian usaha sebaiknya menggunakan prinsip *Revenue Sharing*;

- c. Nisbah ini dapat ditetapkan konstan, meningkat, ataupun menurun, dengan mempertimbangkan proyeksi pendapatan Emiten, tetapi sudah ditetapkan di awal kontrak.
- d. Pendapatan Bagi Hasil berarti jumlah pendapatan yang dibagikan yang menjadi hak dan oleh karenanya harus dibayarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah yang dihitung berdasarkan perkalian antara nisbah pemegang obligasi syariah dengan pendapatan/ keuntungan yang dibagikan yang jumlahnya tercantum dalam laporan keuangan konsolidasi emiten.
- e. Pembagian hasil pendapatan ini atau keuntungan dapat dilakukan secara periodik (tahunan, semesteran, kuartalan, bulanan);
- f. Karena besarnya pendapatan bagi hasil akan ditentukan oleh kinerja aktual emiten, maka obligasi syariah memberikan *indicative return* tertentu.

d. Biaya Modal Obligasi Syariah Mudharabah

Biaya Modal adalah batas hasil minimum yang harus dicapai oleh suatu investasi agar dapat meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, biaya modal sering dianggap sebagai *cut off rate* terhadap sebuah proyek investasi. Sebuah proyek investasi yang dapat menghasilkan keuntungan lebih besar dari biaya modalnya, maka investasi tersebut akan dapat menaikkan nilai perusahaan.¹²

Biaya modal dari suatu perusahaan berhubungan erat dengan struktur modal dari perusahaan tersebut. Struktur modal yang berbeda akan menimbulkan perbedaan terhadap biaya modal. Misalnya biaya modal perusahaan yang dalam struktur modalnya terdapat obligasi konvensional (*return* konstan yang telah ditetapkan di awal) akan berbeda dengan biaya modal perusahaan yang menerbitkan Obligasi Syariah Mudharabah (*return* aktual yang fluktuatif).

Biaya modal obligasi konvensional merupakan tingkat keuntungan yang diharapkan oleh pemegang obligasi. Besarnya biaya modal tersebut telah ditetapkan di awal berupa persentase bunga tetap setiap periodenya. Biaya modal ini dapat diketahui dengan cara menilai harga beli obligasi atau *present value* obligasi tahun ke nol. Penilaian harga beli obligasi konvensional tidak bisa lepas dari konsep *time value of money* yang tidak diperbolehkan dalam konsep ekonomi syariah, yaitu:¹³

$$Po = \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1 + Kd)^t} + \frac{M}{(1 + Kd)^n}$$

***Po* = Present value obligasi tahun ke nol atau harga obligasi**

***I* = Bunga obligasi**

***M* = Nilai nominal obligasi**

***Kd* = Keuntungan yang diharapkan**

***n* = Waktu jatuh tempo**

¹²Indriyo Gitosudarmo, *Manajemen Keuangan*, (Yogyakarta: BPFE, 2000), h. 199.

¹³R. Agus Sartono, *Manajemen Keuangan Teori dan Praktek*, (Yogyakarta: BPFE, 2001), h. 89.

Biaya modal obligasi dapat dicari dari Kd yaitu keuntungan yang diharapkan oleh pemegang obligasi. Namun karena adanya pajak (T), maka keuntungan ini harus dikenai pajak terlebih dahulu, sehingga rumusnya menjadi:

$$K_i = K_d(1 - T)$$

Persentase K_i inilah biaya modal yang harus dibayarkan oleh penerbit obligasi kepada pemegang obligasi, berapapun pendapatan yang dihasilkan bahkan sekalipun perusahaan mengalami kerugian dalam menjalankan usaha yang dibiayai dana obligasi..

Obligasi Syariah Mudharabah menggunakan skema *return* berbasis bagi hasil yang bertolak belakang dengan *return* bunga sebagai turunan dari konsep nilai waktu dari uang. Oleh karena itu, penghitungan biaya modal yang digunakan dalam Obligasi Syariah Mudharabah sudah seharusnya berbeda dengan penentuan biaya modal obligasi konvensional. Dalam perhitungan biaya modal Obligasi Syariah Mudharabah dapat digunakan perhitungan *Discount rate* yang akan menentukan nisbah bagi hasil.

Praktek *economic value of time* dalam ekonomi konvensional ternyata juga tidak serta merta mengabaikan ketidakpastian *return* yang akan diterima. Ekonomi konvensional menyebut unsur ketidakpastian ini dengan istilah *discount rate*. Namun sayangnya, ketidakpastian *return* tersebut dikonversikan menjadi suatu kepastian melalui *premium for uncertainty*. Dalam setiap investasi, tentu selalu ada probabilitas untuk mendapatkan *positif return*, *negative return*, dan *no return*. Namun demikian, dalam ekonomi konvensional, Probabilitas *negative return* dan *no return* dipertukarkan dengan (*exchange of liabilities*) dengan sesuatu yang pasti, yaitu *premium of certainty*.¹⁴

Dalam penghitungan biaya modal Obligasi Syariah Mudharabah, *discount rate* dapat digunakan dalam hal penentuan nisbah bagi hasil, yaitu nisbah dikalikan dengan *actual return*, bukan dengan *expected return*. Namun dalam penggunaan *discount rate* ini, ada beberapa asumsi yang harus dipatuhi, yaitu:¹⁵

Uncertainty in Return

Konvensional	Syariah
<p><i>Discount rate</i> ditentukan oleh:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Preferensi current consumption</i> 2. <i>Expected inflation</i> 3. <i>Premium for uncertainty</i> <p>Dengan kata lain, <i>actual return</i> dipaksakan harus sama dengan <i>expected return</i>nya</p>	<p><i>Discount rate</i> ditentukan atas dasar ekspektasi keuntungan, dan digunakan untuk menentukan nisbah bagi hasil. Bagi hasil yang harus dibayar adalah nisbah bagi hasil dikalikan dengan <i>actual return</i>nya, dengan kata lain <i>actual return</i> tidak harus sama dengan <i>expected return</i></p>

¹⁴Adiwarman Karim, Bank Islam Analisis Fiqh dan Keuangan, (Jakarta:IIIT, 2003) h., 240.

¹⁵*Ibid*, h. 242.

Dengan memakai asumsi seperti di atas, maka biaya modal Obligasi Syariah dapat diperoleh melalui perhitungan:¹⁶

$$P_o = \frac{M \times 100}{M \left[1 + \left(K_f \times \frac{t}{36500} \right) \right]}$$

P_o = Harga obligasi

M = Nilai nominal obligasi

K_f = Keuntungan yang diterjadi pada obligasi

t = waktu jatuh tempo (dalam hari)

Biaya modal obligasi dapat dicari dari K_f yaitu keuntungan yang benar-benar terjadi pada Obligasi Syariah Mudharabah. Namun karena adanya pajak (T), maka keuntungan ini harus dikenai pajak terlebih dahulu, sehingga rumusnya menjadi:

$$K_r = K_f(1 - T)$$

Persentase K_r inilah biaya modal yang harus dibayarkan oleh penerbit Obligasi Syariah Mudharabah kepada pemegang obligasi, Besarnya K_r ini tergantung pada besar kecilnya pendapatan dari usaha perusahaan yang dibiayai dengan Obligasi Syariah Mudharabah.

Contoh perbandingan:

Ada dua buah perusahaan, yaitu perusahaan A dan B yang masing-masing mempunyai jumlah aktiva yang sama. Kedua perusahaan mempunyai tingkat aktivitas yang sama, dengan tingkat dan mempunyai kemampuan untuk menghasilkan pendapatan yang sama, Tetapi perusahaan menerbitkan jenis obligasi yang berbeda dengan nilai nominal yang sama. Perusahaan A menerbitkan obligasi konvensional, sedangkan perusahaan B menerbitkan Obligasi Syariah Mudharabah. Dengan spesifikasi obligasi di atas, maka melalui perhitungan yang ditetapkan di atas, didapat persentase biaya modal untuk obligasi konvensional yang lebih besar daripada Obligasi Syariah Mudharabah. Hal ini dikarenakan obligasi konvensional menggunakan acuan *expected return* tetap yang telah ditetapkan di awal, sedangkan Obligasi Syariah Mudharabah menggunakan pedoman *actual return* yang benar-benar terjadi.

Bagaimana efek dari penggunaan dua jenis obligasi di atas terhadap rentabilitas modal sendiri dalam berbagai situasi ekonomi dimana pada setiap situasinya, tingkat rentabilitas ekonominya berbeda. Untuk menjelaskan hal tersebut, dapat diberi contoh seperti berikut: Ada dua perusahaan A dan B, keduanya mempunyai struktur modal dari saham biasa 50% dan hutang obligasi 50%. Namun jenis obligasinya berbeda, perusahaan A menerbitkan obligasi konvensional, sedangkan perusahaan B menerbitkan obligasi syariah. Bunga obligasi konvensional sebesar 15%, sedangkan bagi hasil Obligasi Syariah Mudharabah 50:50.

¹⁶Diterjemahkan dari <http://iimm.bnm.gov.my/index.php?ch=19&pg=55&ac=68>

Perhitungan rentabilitas modal sendiri dari dua perusahaan yang menerbitkan dua jenis obligasi yang berbeda

Keterangan	Keadaan Ekonomi				
	Sangat buruk	Buruk	Break even	Baik	Sangat baik
a. Rentabilitas ekonomis	2%	7%	9%	12%	17%
b. Jumlah aktiva (400.000)	8.000	28.000	36.000	48.000	68.000
c. Laba usaha					
Perusahaan A (obligasi konvensional)					
a. Laba usaha	8.000	28.000	36.000	48.000	68.000
b. Bunga (15% x 200.000)	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000
c. Laba sebelum pajak	(11.000)	(1.000)	3.000	9.000	19.000
d. Pajak (50%)					
e. Laba setelah pajak	(11.000)	(1.000)	3.000	9.000	19.000
f. Modal sendiri (200.000)	-5,5%	0,5%	1,5%	4,5%	9,5%
g. Rentabilitas modal sendiri (c/dx100%)					
Perusahaan B (Obligasi Syariah Mudharabah)					
a. Laba Usaha	8.000	28.000	36.000	48.000	68.000
b. Bagi hasil (50%)	2.000	7.000	9.000	12.000	17.000
c. Laba sebelum pajak	6.000	21.000	27.000	36.000	51.000
d. Pajak (50%)	3.000	10.500	13.500	18.000	25.500
e. Laba setelah pajak	3.000	5.250	6.750	9.000	12.750
f. Modal sendiri (200.000)					
g. Rentabilitas modal sendiri (c/dx100%)	1,5%	2,625%	3,375	4,5%	6,375%

E. PENUTUP

Dari pembahasan di atas dapat diambil kesimpulan bahwa (1) Biaya Modal untuk Obligasi Syariah Mudharabah ternyata lebih rendah dibandingkan dengan biaya modal obligasi konvensional. Dengan biaya modal yang lebih rendah, maka akan meningkatkan nilai dari perusahaan yang menerbitkan Obligasi Syariah Mudharabah; (2) Dengan menerbitkan Obligasi Syariah Mudharabah, ternyata rentabilitas modal sendiri sebuah perusahaan dalam berbagai keadaan perekonomian lebih tinggi dan stabil daripada menerbitkan obligasi konvensional. Hal ini tentu akan ikut meningkatkan nilai perusahaan penerbit obligasi tersebut.

Karena tulisan tentang konsep biaya modal Obligasi Syariah Mudharabah ini masih dalam tahapan teoritis saja, sehingga mungkin akan ditemukan keadaan yang sama sekali berbeda dengan yang diasumsikan dalam teori. Oleh karena itu, masih diperlukan penelitian lanjut sebagai pembuktian untuk menguji asumsi-asumsi yang diaplikasi dalam perusahaan yang telah menerbitkan Obligasi Syariah Mudharabah.

Daftar Pustaka

Adiwarman Karim *Bank Islam Analisis Fiqih dan Keuangan*, Raja Grafindo Persada Jakarta, 2006

Syafii Antonio, *Bank Syariah Teori dan Praktek*, Gema Insani Perss Jakarta, 2001

Adiwarman Karim, *Bank Islam Analisis Fiqh dan Keuangan*, Jakarta:IIIT, 2003

Iggi H. Achsien, *Peluang dan Prospek Obligasi Syariah*, Makalah Syariah Economics Days di Jakarta, 19 Februari 2003

Indriyo Gitosudarmo, *Manajemen Keuangan*, Yogyakarta: BPFE, 2000

Iwan P. Pontjowinoto, *Pasar Modal dalam Perspektif Ekonomi Syariah*, Makalah MES, Februari 2003

Junino Jahja, *Pendanaan Investasi Melalui Obligasi Syariah (Pengalaman PT. INDOSAT Tbk.)*, Makalah Seminar Nasional Ekonomi Islam "Potensi Obligasi Syariah Sebagai Alternatif Pembiayaan bagi Perusahaan", Yogyakarta, 24 Mei 2003

R. Agus Sartono, *Manajemen Keuangan Teori dan Praktek*, Yogyakarta: BPFE, 2001

<http://www.kompas.com/kompas-cetak/0306/04/finansial/347914.htm>

<http://iimm.bnm.gov.my/index.php?ch=19&pg=55&ac=68>

<http://www.kompas.com/kompas-cetak/0306/04/finansial/347914.htm>

<http://www.kompas.com/kompas-cetak/0306/04/finansial/347914.htm>