

# **KEUANGAN DAN PASAR MODAL ISLAM**

Zaenal Arifin

# KATA PENGANTAR

---

Bismillahirrohmanirrohim

Assalamu'alaikum Wr Wb

Segala puji bagi Allah yang telah memberi kami kekuatan untuk menyelesaikan buku "Keuangan dan Pasar Modal Islam" ini. Sholawat dan salam semoga terlimpah kepada nabi agung Muhammad SAW serta keluarga dan sahabat-sahabat beliau. Dengan selesainya buku ini, kami mengucapkan banyak terima kasih kepada Kemenristek Dikti yang telah mendanai penelitian multi tahun yang hasilnya dirangkum dalam beberapa bab di buku ini. Kami juga mengucapkan banyak terima kasih kepada teman kolega kami di Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia, utamanya dari Jurusan Manajemen, yang telah memberi dukungan dan kritik masukan terhadap draf buku ini. Terima kasih juga kami ucapkan kepada semua pihak yang telah membantu pelaksanaan penelitian multi tahun tentang pasar modal syariah dan reksadana syariah.

Buku ini pada satu sisi memuat aspek-aspek dasar dalam keuangan dan pasar modal islam seperti hukum-hukum islam dalam kaitannya dengan akad kerjasama. Di sisi yang lain, buku ini memuat kajian yang mendalam tentang pasar modal islam yang bersumber dari hasil penelitian mutakhir dan khas Indonesia. Dengan demikian buku ini dapat dijadikan bahan bacaan bagi berbagai kalangan mulai dari peneliti, mahasiswa, maupun masyarakat investor.

Mudah-mudahan buku ini bermanfaat bagi upaya membuat industri keuangan dan pasar modal di Indonesia lebih islami. Aamiin. Jika pembaca ada pertanyaan atau masukan sudi kiranya dapat menghubungi kami di alamat email [zaenalarifin.fe@uii.ac.id](mailto:zaenalarifin.fe@uii.ac.id). Terima kasih.

Wassalamu'alaikum Wr Wb

Yogyakarta, Oktober 2019

Penulis,  
**Zaenal Arifin**

# DAFTAR ISI

BAB I. PENDAHULUAN	1
A. Lingkup Keuangan Islam	1
B. Tujuan Perusahaan: Perspektif Islam	2
C. Konsep Nilai Waktu Uang	5
D. Sistematika Buku Ini	10
BAB II. HUKUM ISLAM DAN KEUANGAN ISLAM	12
A. Pendahuluan	12
B. Islam dan Hukum Islam	12
C. Sumber Hukum Islam	14
D. Kontrak dalam Hukum Islam	16
E. Ketentuan Umum Tentang Kesahihan Kontrak	19
F. Penutup	24
BAB III. BANK ISLAM	25
A. Pendahuluan	25
B. Perkembangan Bank Islam	25
C. Akad dalam Bank Islam	27
D. Sumber dana Bank Islam	39
E. Penggunaan Dana Bank Islam	41
F. Struktur Pendanaan Bank Islam	41
G. Penutup	45
BAB IV. PASAR MODAL ISLAMI	46
A. Pendahuluan	46
B. Pasar Modal Islami	46
C. Kriteria Kuantitatif Saham Islami dan Indeks Saham Islami	47
D. Perdagangan Saham Islami	49
E. Manajemen Portfolio Pasif dan Pasar Modal Islami	55
F. Penutup	57
BAB V. SUKUK	58
A. Pendahuluan	58
B. Jenis-Jenis Sukuk	58
C. Pihak yang Terkait dengan Penerbitan Sukuk	63
D. Perkembangan Pasar Sukuk	63
E. Penutup	68
BAB VI. REKSADANA SYARIAH	69
A. Pendahuluan	69

B. Reksadana Syariah	69
C. Kinerja Reksadana Syariah	73
D. Persistensi Kinerja Reksadana Syariah	75
E. Model Berinvestasi di Reksadana Syariah	79
F. Penutup	83
BAB VII. PASAR SEKURITAS DERIVATIF DAN PASAR KEUANGAN ISLAMIS LAINNYA	85
A. Pendahuluan	85
B. <i>Islamic Derivatives Market</i>	86
C. Pasar <i>Swap</i> Islami	88
D. <i>Islamic Unit Trusts</i>	89
E. <i>Islamic Exchange-Traded Funds</i>	90
F. <i>Islamic REITs</i>	91
G. <i>Islamic Commodity Funds</i>	93
H. Penutup	94
BAB VIII. ASURANSI ISLAMIS (TAKAFUL)	95
A. Pendahuluan	95
B. Pengertian Takaful	95
C. Model-Model Takaful	97
D. Jenis-Jenis Takaful	101
E. Perkembangan Takaful	102
F. Penutup	104
BAB IX. CORPORATE GOVERNANCE PADA LEMBAGA KEUANGAN SYARIAH	106
A. Pendahuluan	106
B. Pengertian dan Pentingnya <i>Corporate Governance</i>	106
C. Pendekatan <i>Agency</i> Dalam <i>Corporate Governance</i>	107
D. Pendekatan <i>Stewardship</i> Dalam <i>Corporate Governance</i>	110
E. Lembaga Keuangan Syariah: Pendekatan Apa Yang Cocok?	112
F. Penutup	113
BAB X. ISLAMIC WEALTH MANAGEMENT	114
A. Pendahuluan	114
B. Lingkup dan Pentingnya <i>Wealth Management</i>	114
C. Proses Perencanaan Keuangan	119
D. <i>Islamic Wealth Management</i>	122
E. Penutup	126
Daftar Pustaka	127



# BAB I

## PENDAHULUAN

---

### A. Lingkup Keuangan Islam

Lingkup keuangan islam pada dasarnya merujuk pada kajian keuangan pada umumnya namun dengan memasukkan nilai-nilai islam berikut prakteknya di lapangan. Kajian atau keputusan keuangan dikelompokkan menjadi dua yaitu keputusan investasi dan keputusan pendanaan. Keputusan investasi dapat dikelompokkan kedalam keputusan investasi di sektor riil dan keputusan investasi di sektor keuangan. Keputusan investasi di rektor riil banyak terkait dengan keputusan investasi di sektor bisnis baik dalam bentuk manufaktur, perdagangan, atau jasa serta keputusan investasi di sektor yang lain seperti investasi emas, tanah, dan properti. Keputusan investasi di sektor keuangan terkait dengan investasi di surat-surat berharga seperti saham, obligasi, reksadana, deposito, dan surat berharga lainnya.

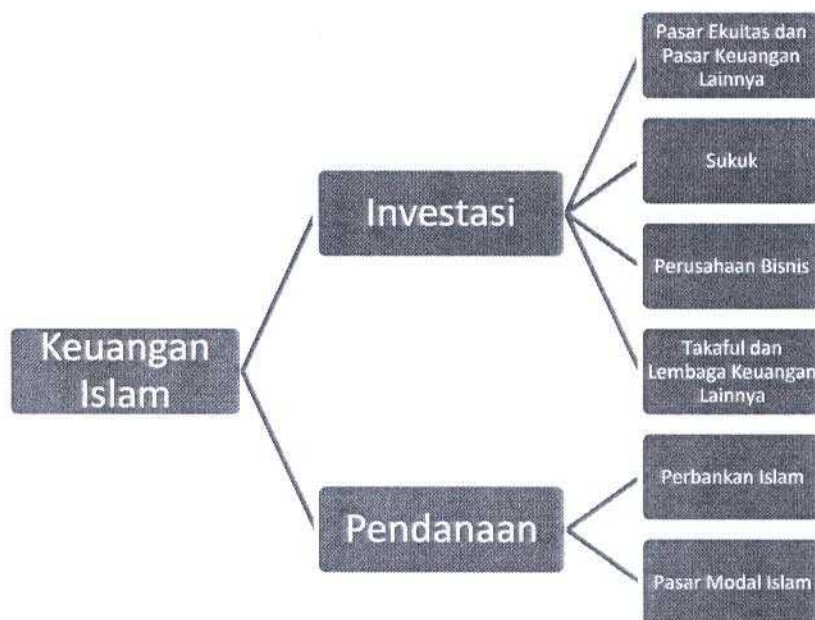
Keputusan pendanaan berkaitan dengan keputusan dari mana sumber dana perusahaan akan diambil. Sumber dana pertama dan utama untuk membiayai kegiatan perusahaan adalah dana dari pemilik perusahaan. Ketika perusahaan tumbuh ada pilihan bagi perusahaan untuk mengambil dana dari dalam perusahaan sendiri dengan cara menanamkan kembali laba yang diperoleh kedalam perusahaan atau mencari sumber dana dari luar perusahaan. Sumber dana dari luar perusahaan dapat berupa dana pinjaman dari bank atau lembaga keuangan lain serta penjualan surat berharga hutang atau ekuitas di pasar modal.

Salah satu fungsi keuangan islam adalah mengevaluasi apakah konsep dan praktek keuangan konvensional telah sesuai dengan nilai-nilai islam atau belum. Dalam mengkaji investasi di sektor riil, keuangan islam tidak terlalu banyak hal yang dievaluasi karena pedoman umum tentang berbisnis sudah dapat digunakan. Jenis investasi harus produk atau jasa yang halal, dijalankan dengan penuh keadilan, dan segala kewajiban yang terkait dengan bisnis seperti membayar zakat harus ditunaikan. Sementara kajian tentang investasi di sektor keuangan mendapat banyak perhatian dari kajian di keuangan islam. Ini terjadi karena banyak konsep

dan praktek investasi di sektor keuangan yang melanggar hukum islam terkait dengan aktifitas riba dan gharar. Keuangan islam mengevaluasi praktek investasasi keuangan apa yang masih sesuai dengan hukum islam dan investasi keuangan apa yang tidak sesuai dengan hukum islam. Untuk produk investasi yang tidak sesuai dengan hukum islam, keuangan islam berusaha untuk melakukan perekayasaan agar menjadi sesuai dengan hukum islam tetapi tetap memiliki karakteristik yang mirip dengan produk keuangan yang konvensional. Maka muncullah beberapa indeks islami untuk saham, produk keuangan sukuk, produk sekuritas derivatif yang islami, dan asuransi islam atau takaful.

Dalam mengkaji sumber pendanaan, keuangan islam juga banyak melakukan evaluasi karena, seperti pada investasi sektor keuangan, sumber-sumber pendanaan pendanaan banyak yang aktifitsnya tidak sesuai dengan hukum islam. Keuangan islam juga berusaha melakukan rekayasa agar produk-produk pendanaan sesuai dengan hukum islam. Maka muncullah beberapa bentuk kontrak seperti mudharabah, musyarakah, ijarah, dan murabahah.

Secara skematik, kajian keuangan islam dapat dilihat dalam Gambar 1.1. di bawah ini.



**Gambar 1.1.** Skema Kajian Keuangan Islam

## **B. Tujuan Perusahaan: Perspektif Islam**

Dalam konsep keuangan konvensional, tujuan perusahaan adalah mendapatkan atau memaksimalkan laba. Dalam mendapatkan laba tersebut tentu saja perusahaan tidak boleh melanggar ketentuan hukum dan juga etika dalam

berbisnis dan bermasyarakat. Penggunaan kata ‘memaksimumkan’ sebenarnya juga sudah tidak tepat lagi dipakai. Dalam paradigma yang lebih baru, perusahaan atau orang tidak akan dapat memaksimumkan tujuan, termasuk laba. Alasannya karena perusahaan tidak bisa mengetahui semua informasi yang relevan untuk memutuskan cara untuk memaksimumkan tujuan tersebut. Seandainya pun perusahaan dapat mengumpulkan semua informasi yang relevan, maka dia tidak dapat mempertimbangkan seluruh informasi yang terkumpul untuk dasar pengambilan keputusan. Ada *bounded rationality* yang mengakibatkan keputusan hanya akan mencapai *satisfactory* bukan mencapai maksimum.

Isu lain selain ‘maksimalisasi’ laba adalah apakah memang laba tepat digunakan sebagai tujuan utama perusahaan. Jika digunakan sebagai ukuran kinerja yang harus dicapai perusahaan, laba memiliki kelemahan karena laba hanya cerminan kinerja yang lampau. Laba tidak dapat mencerminkan prospek perusahaan. Ukuran kinerja yang dapat mencerminkan kinerja yang lalu sekaligus prospek perusahaan adalah harga saham perusahaan. Harga saham akan segera berubah ketika ada indikasi prospek perusahaan membaik atau memburuk berdasarkan adanya informasi baru yang diterima pelaku pasar. Harga saham ini mencerminkan nilai kekayaan pemegang saham. Namun hanya perusahaan yang mencatatkan sahamnya di bursa yang dapat mengukur kinerja harga saham ini. Jika demikian, maka laba merupakan ukuran yang secara umum paling banyak dipakai.

Belakangan ukuran untuk tujuan perusahaan cenderung menggunakan istilah yang lebih luas dan fleksibel yaitu nilai (*value*) perusahaan. Nilai perusahaan dapat diproxy dengan harga saham atau laba atau ukuran lain serta kombinasi diantara beberapa ukuran. Dengan demikian tidak perlu lagi dipertentangkan perbedaan ukuran yang digunakan karena semua sudah diwadahi dalam satu istilah yaitu menciptakan nilai perusahaan.

Bagaimana tujuan perusahaan menurut perspektif keuangan islam? Paling tidak ada dua isu jika kita melihat tujuan perusahaan dalam perspektif islam. Pertama, bolehkan perusahaan menetapkan laba sesukanya? Sejumlah perusahaan yang produknya tidak terlalu banyak pesaingnya dapat saja menetapkan harga jual yang relatif tinggi sehingga menghasilkan laba yang di atas normal. Menetapkan harga yang tinggi seperti ini tentu saja tidak sesuai dengan nilai-nilai islam. Strategi sejumlah perusahaan yang menaikkan harga secara berlebihan menjelang hari lebaran atau harga makanan di tempat-tempat wisata yang relatif mahal adalah contoh perilaku yang kurang islami. Memang tidak ada aturan dan ukuran tentang seberapa besar laba yang dikatakan berlebihan. Setiap barang memiliki nilai margin wajar yang berbeda tergantung salah satunya pada risiko dari barang yang dibisniskan. Barang-barang kebutuhan sehari-hari seperti sembako memiliki margin yang relatif kecil, sedangkan barang-barang *shopping* seperti pakaian memiliki margin yang lebih besar. Namun kita dapat mencari rujukan untuk menilai wajar tidaknya harga. Dalam kasus harga menjelang lebaran maka harga

wajar adalah harga produk sehari-harinya, harga di tempat wisata harga wajarnya merujuk ke harga di tempat lain.

Untuk produk yang dalam sehari-harinya memang sudah tinggi memang sulit untuk menilai harga wajarnya. Jika persaingan dalam produk sudah baik maka harga yang terlalu tinggi kemungkinan besar tidak akan terjadi. Namun jika persaingannya masih rendah, ada kemungkinan harga dibuat relatif tinggi. Pemerintah mestinya bertanggungjawab untuk mencegah monopoli perusahaan atas produk tertentu yang menyebabkan perusahaan dapat menetapkan harga yang kurang wajar. Hal ini menjadi semakin penting jika produk tersebut adalah produk untuk memenuhi kebutuhan sehari-hari masyarakat seperti minyak goreng, sabun cuci, atau susu bayi. Harga berapapun yang ditetapkan perusahaan maka konsumen akan membeli. Ada baiknya pemerintah membuat aturan tentang transparansi laporan keuangan bagi perusahaan yang membuat produk untuk keperluan masyarakat sehari-hari jika di industri tersebut belum banyak produsennya, sebagaimana aturan transparansi perusahaan yang menggunakan dana masyarakat. Dengan transparansi ini maka masyarakat dapat menilai apakah harga yang ditetapkan perusahaan adalah harga yang wajar. Namun jika dilihat dari nilai-nilai islam, setiap pengusaha muslim mestinya dengan kesadaran sendiri akan membatasi berapa keuntungan yang akan ditetapkan agar tidak masuk kategori berlebihan tanpa perlu ada ancaman dari pemerintah atau pihak lainnya.

Isu kedua adalah berapa horison waktu yang menjadi ukuran target laba. Dalam keuangan konvensional, telah ada pembahasan tentang mana yang lebih penting antara laba jangka pendek dan laba jangka panjang. Laba jangka pendek dapat tinggi ketika perusahaan mengorbankan laba jangka panjang. Tidak melakukan riset dan pengembangan, misalnya, akan membuat laba jangka pendek nampak tinggi, namun dalam jangka panjang perusahaan tersebut pasti akan kalah bersaing dengan perusahaan yang melakukan riset dan pengembangan sehingga laba jangka panjangnya akan rendah. Laba jangka pendek juga dapat besar ketika perusahaan mengurangi biaya perawatan peralatan namun dalam jangka panjang justru akan berdampak negatif terhadap laba karena peralatan cepat rusak sehingga harus membeli yang baru sebelum waktunya. Perusahaan tertentu yang berbuat curang, misal dengan menggunakan bahan yang tidak asli, juga dapat meningkatkan laba namun ketika suatu saat pembeli tahu kalau perusahaan menggunakan bahan yang tidak asli maka pembeli akan berhenti membeli.

Dalam keuangan islam, tujuan laba tidak hanya dilihat dalam jangka pajang dalam artian 5-10 tahun kedepan namun horison waktunya diperpanjang hingga target laba di alam akherat. Investor atau pemilik perusahaan harus memperhatikan apakah laba yang dihasilkan saat ini akan sejalan dengan keuntungan yang akan diperoleh di akherat nanti. Jika cara mendapatkan laba menggunakan cara-cara yang tidak diperbolehkan oleh Islam maka laba di dunia akan berujung pada kerugian di akherat. Laba yang diperoleh dengan cara mengurangi ukuran, memberi informasi palsu, mengeksploitasi karyawan tentu akan dimintai pertanggungjawabannya di



akherat. Tujuan perusahaan berupa keuntungan dengan menggunakan horison waktu dari dunia sampai dengan akherat ini oleh Syed Othman Al-Habshi (1992) diberi istilah 'Falah', yang secara harafiah berarti kemenangan di dunia dan akherat. Al-Habshi menyatakan bahwa konsep *falah* merupakan sebuah fungsi tujuan yang harus dimaksimumkan dengan sejumlah determinan. Dalam fungsi tujuan ini juga dimungkinkan munculnya konstrain sebagaimana halnya dalam persamaan matematika. Al-Habshi juga menambahkan bahwa masing-masing determinan dapat diberi bobot sesuai dengan tingkat kepentingannya dalam meraih *falah*.

### C. Konsep Nilai Waktu Uang

Konsep nilai waktu uang (*time value of money*) merupakan konsep dasar di keuangan terutama terkait dengan keputusan investasi. Konsep ini menyatakan bahwa uang yang diterima lebih awal akan diberi nilai yang lebih tinggi dibandingkan dengan jumlah uang yang sama yang diterima lebih belakangan. Alasannya karena uang yang diterima lebih dahulu akan dapat segera diinvestasikan dan menghasilkan return sementara uang yang diterima lebih belakangan tentu saja baru dapat diinvestasikan setelah uang itu diterima nantinya. Selisih nilai antara uang, yang misal, diterima sekarang dengan yang diterima tahun depan adalah sebesar perkiraan return yang diperoleh dari menginvestasikan uang tersebut. Untuk alasan prediksi yang konservatif, perkiraan return tersebut biasanya menggunakan perkiraan return minimal yang dihasilkan.

Konsep nilai waktu uang biasanya digunakan dalam mengevaluasi kelayakan sebuah proyek. Sebuah proyek pada umumnya memerlukan dana (modal) awal saat mulai didirikan dan akan menghasilkan uang (kas) pada periode-periode sesudahnya. Modal awal akan diperbandingkan dengan kas yang dihasilkan untuk mengevaluasi kelayakan dari proyek. Namun karena ada perbedaan waktu antara modal awal dan kas yang diterima dan juga perbedaan waktu dari hasil-hasil yang diterima, maka dalam mengevaluasi aliran kas keluar dan kas masuk harus mempertimbangkan nilai waktu uang. Kas yang diterima pada masa yang akan datang harus didiskon dan diskon akan semakin besar ketika waktu penerimaan kasnya semakin jauh dari sekarang. Sebagai ilustrasi misal ada proyek bisnis yang modal awalnya Rp 500 juta, umur proyek 5 tahun, dan proyek tersebut menghasilkan kas masuk bersih sebesar Rp 200 juta setiap tahunnya selama lima tahun. Pada akhir tahun ke-5, nilai sisa dari proyek tersebut diperkirakan Rp 100 juta. Jika return minimal dari proyek tersebut adalah 5% per tahun maka perhitungan aliran kas dengan mempertimbangkan nilai waktu uang adalah sebagaimana disajikan pada Tabel 1.1.

**Tabel 1.1.** Contoh Perhitungan Penggunaan Nilai Waktu Uang

Akhir Tahun ke	Perkiraanan Nilai Aliran Kas	Discount Factor	Nilai Berbasis Nilai Waktu Uang
0	(500.000.000)	0	(500.000.000)
1	200.000.000	0.952381	190.476.200
2	200.000.000	0.907029	181.405.900
3	200.000.000	0.863838	172.767.500
4	200.000.000	0.822702	164.540.500
5	300.000.000	0.783526	235.057.800
Nilai Bersih			444.248.100

Dalam contoh di atas, jika tidak memperhitungkan nilai waktu uang maka nilai bersih dari proyek adalah Rp 600 juta, namun dengan memperhitungkan nilai waktu uang maka nilai bersihnya turun menjadi sekitar Rp 444 jutaan. Ada diskon lebih dari Rp 150 juta dalam contoh tersebut.

Bolehkan menggunakan konsep nilai waktu uang dalam keuangan islam? Muhammad Anas Al-Zarqa (1992) mengulas boleh tidaknya penggunaan konsep nilai waktu uang dari dua sudut argumentasi. Pertama, dia menggunakan dasar apakah manusia pada umumnya memiliki sifat *positive time preference*. Sifat *positive time preference* adalah sebuah sifat lebih menyukai untuk menerima lebih awal dibandingkan dengan menerima belakangan. Dia mengatakan bahwa pada umumnya manusia memang memiliki preferensi waktu yang positif namun dia juga menjelaskan ada sejumlah kasus dimana manusia memiliki preferensi waktu yang negatif atau netral. Seorang pegawai yang menerima gaji di awal bulan tidak menggunakan semua gajinya pada tanggal gajian tetapi sebagian ditabung, menurut dia, adalah bukti adanya preferensi waktu yang negatif. Contoh lainnya terkait dengan kesediaan orang menabung meskipun bunganya tidak dapat untuk menutup besarnya tingkat inflasi. Orang yang memprediksi tingkat pendapatannya akan menurun pada masa yang akan datang, misal menjelang masa pensiun, cenderung memiliki preferensi waktu yang negatif. Demikian juga orang yang memprediksi pengeluarannya akan meningkat di masa yang akan datang, misal akan membiayai anaknya masuk sekolah, juga cenderung memiliki preferensi waktu yang negatif. Mereka akan menunda atau mengurangi memanfaatkan pendapatnya untuk konsumsi sekarang. Melihat fakta ada sejumlah perilaku manusia yang memiliki preferensi tidak positif maka Anas Al-Zarqa berkesimpulan bahwa *positive time preference* tidak dapat menjadi justifikasi perlunya kebenaran dari konsep nilai waktu uang.

Argumentasi kedua yang digunakan oleh Anas Al-Zarqa adalah berdasarkan *stochastic productivity of investment*. Secara acak, sebuah investasi akan cenderung memunculkan hasil yang positif. Jika ada sebuah proyek dan telah menghasilkan kas kemudian kas tersebut diinvestasikan kembali ke proyek tersebut maka secara acak nilai kas tersebut akan meningkat. Dengan demikian,

kas atau uang yang diterima lebih awal akan memiliki produktifitas yang lebih tinggi dibandingkan dengan uang yang diterima lebih belakangan. Ini menurut Anas Al-Zarqa menjadi argumentasi yang cukup kuat untuk diberlakukannya konsep nilai waktu uang dalam analisis kelayakan proyek. Menurut dia, Islam mengajarkan untuk menghindari *israf* atau pemborosan terhadap sumberdaya dan menekankan adanya efisiensi. Penggunaan konsep nilai waktu uang dalam analisis kelayakan proyek merupakan sebuah upaya untuk melakukan efisiensi sehingga sejalan dengan nilai-nilai islam. Menggunakan konsep nilai waktu uang dalam analisis kelayakan proyek akan menghasilkan proyek-proyek yang lebih efisien.

Pendapat berbeda diberikan oleh Muhammad Akram Khan (1992) yang menyatakan bahwa konsep nilai waktu uang kurang didukung oleh fakta di lapangan dan jika diperbolehkan akan menjadi pintu masuk untuk diperbolehkannya pemakaian bunga. Seperti Anas Al-Zarqa, Akram Khan juga menggunakan dasar *positive time preference* untuk menganalisis kebenaran dari konsep *time value of money*. Dia juga menemukan sejumlah bukti adanya perilaku yang bertentangan dengan preferensi waktu yang positif tersebut sehingga menyimpulkan konsep nilai waktu tidak didukung argumentasi yang kuat. Namun Akram Khan tidak sependapat dengan Anas Al-Zarqa terkait dengan efisiensi yang ditimbulkan oleh penggunaan konsep nilai waktu uang. Menurut Akram Khan, yang menyebabkan efisiensi adalah manajemen yang baik ketika proyek tersebut dijalankan. Dia memberikan bukti bahwa penggunaan nilai waktu uang justru dapat mengarah pada memilih proyek yang kurang menguntungkan. Berikut ini contoh angka yang diberikan oleh Akram Khan. Misal ada tiga proyek yaitu A, B, dan C yang ketiganya memerlukan dana awal 50.000 dan umur proyek 4 tahun. Aliran kas masuk bersih per tahun dari ketiga proyek tersebut disajikan pada Tabel 1.2.

**Tabel 1.2.** Perbandingan Proyek untuk Dievaluasi dengan Total Cash Flow yang sama

Tahun	Proyek A	Proyek B	Proyek C
1	30.000	16.250	5.000
2	20.000	16.250	10.000
3	10.000	16.250	20.000
4	5.000	16.250	30.000
Total	65.000	65.000	65.000

Dalam contoh ini ketika investor mempertimbangkan nilai waktu uang maka dia akan lebih menyukai A dari pada B dan lebih menyukai B dari pada C. Pilihan tersebut tidak menimbulkan kesalahan pilih karena Total aliran kas dari ketiga proyek sama. Berbeda halnya jika misal proyek tersebut memiliki Total aliran kas yang berbeda seperti contoh berikut ini.

**Tabel 1.3.** Perbandingan Proyek untuk Dievaluasi dengan Tidak Cash Flow yang Berbeda

Tahun	Proyek A	Proyek B	Proyek C
1	30.000	16.250	5.000
2	20.000	16.250	10.000
3	10.000	16.250	20.000
4	5.000	16.250	35.000
Total	65.000	65.000	70.000

Dalam contoh tersebut, proyek C memiliki Total aliran kas yang lebih tinggi dibandingkan dengan proyek A dan B sehingga mestinya proyek C adalah proyek yang harus dipilih. Namun jika pemilihan proyek menggunakan pendekatan nilai waktu uang, misal, dengan tingkat diskonto 10%, maka hasilnya adalah sebagai berikut.

**Tabel 1.4.** Hasil Perhitungan Nilai Sekarang dari Proyek

Tahun	Disc. Rate	PV	PV	PV
	10%	Proyek A	Proyek B	Proyek C
1	0.909	27.270	14.771	4.545
2	0.826	16.520	13.423	8.260
3	0.751	7.510	12.204	15.020
4	0.683	3.415	11.099	23.905
Total		54.715	51.496	51.730

Dengan menggunakan konsep nilai waktu uang, proyek yang dipilih adalah proyek A karena memberikan nilai sekarang yang paling tinggi. Pilihan ini menurut Akram Khan kurang tepat karena sebenarnya yang menghasilkan aliran kas lebih besar adalah proyek C.

Akram Khan mengenalkan model untuk mengevaluasi kelayakan sebuah proyek yang diberi nama *Investible Surplus Rate* (ISR). Rumus dari ISR adalah sebagai berikut:

$$ISR = \frac{IS}{C \times n} \times 100\%$$

Dimana, IS adalah *Investible Surplus*, C adalah modal awal, dan n adalah umur proyek. IS sendiri dirumuskan sebagai berikut.

$$IS = \sum (B - C) (n - t)$$

Dimana B adalah aliran kas masuk bersih pada tahun tertentu dan t adalah periode tertentu dari umur proyek. Sebagai contoh, ada sebuah proyek yang modal awalnya (C) 12.000 dengan umur proyek 5 tahun dan menghasilkan aliran kas bersih (B) berturut-turut sebesar 6.000, 4.000, 4.000, 4.000, dan 2.000. Perhitungan IS dari contoh proyek ini adalah sebagai berikut:

**Tabel 1.5.** Perhitungan Investible Surplus

Periode	B	C	B - C	n - t	IS=(B-C)(n-t)
0	-	12.000	- 12.000	5	-
1	6.000	-	- 6.000	4	-
2	4.000	-	- 2.000	3	-
3	4.000	-	+ 2.000	2	4.000
4	4.000	-	+ 4.000	1	4.000
5	2.000	-	+ 2.000	0	0
TOTAL IS					8.000

$$ISR = \frac{8.000}{12.000 \times 5} \times 100\% = 13,3\%$$

Model ISR memungkinkan melakukan analisis ketika aliran kas dari proyek investasi adalah aliran yang lebih kompleks, misal seperti ilustrasi di bawah ini.

**Tabel 1.6.** Ilustrasi Perhitungan ISR untuk Proyek yang Lebih Kompleks

Periode	B	C	B - C	n - t	IS=(B-C)(n-t)
0	-	12.000	- 12.000	10	-
1	6.000	-	- 6.000	9	-
2	4.000	-	- 2.000	8	-
3	4.000	-	+ 2.000	7	14.000
4	2.000	-	+ 2.000	6	12.000
5	1.000	3.000	- 2.000	5	0
6	5.000	-	+ 3.000	4	12.000
7	3.000	-	+ 3.000	3	9.000
8	2.000	4.000	-2.000	2	0
9	4.000	-	+ 2.000	1	2.000
10	2.000	-	+ 2.000	0	0
TOTAL IS					49.000

$$ISR = \frac{49.000}{(12.000 \times 10) + (3.000 \times 6) + (4.000 \times 3)} = \frac{49.000}{150.000} = 33\%$$

Dalam proyek di atas terjadi tiga kali pengeluaran modal yaitu di awal proyek, tahun ke 5 dan tahun ke 8. Masing-masing pengeluaran modal ini diperhitungkan sesuai lama penanamannya sehingga modal yang 12.000 tertanam selama 10 tahun, yang 3.000 selama 6 tahun, dan yang 4.000 selama 3 tahun, sehingga total nilai akumulatifnya 150.000.

Dalam model ISR, Akram Khan tidak menetapkan *cut-off* pada nilai ISR berapa sebuah investasi layak dijalankan. Namun jika ada lebih dari pilihan investasi, maka investasi yang menghasilkan ISR yang lebih besar adalah yang dipilih.

Model ISR yang diusulkan oleh Akram Khan sebetulnya menggunakan konsep nilai waktu uang. Ini dapat dilihat dari pengali dari surplus yang disesuaikan dengan berapa lama proyek masih akan berlangsung. Surplus yang terjadi lebih awal akan dikalikan dengan periode pengali yang lebih besar. Jadi meskipun model ISR tidak menggunakan *discount rate* sebagaimana model *Net Present Value*, namun pengakuan bahwa aliran kas yang diterima lebih awal dihargai lebih tinggi sebetulnya sebuah aplikasi dari konsep nilai waktu uang.

Pemikir yang lebih baru seperti Abu Umar Faruq Ahmad dan M. Kabir Hassan membolehkan digunakannya konsep nilai waktu uang untuk analisis investasi. Argumentasinya adalah jika uang tersebut diinvestasikan, misal dibelikan aset untuk produksi atau untuk disewakan, maka nilai aset tersebut dapat meningkat atau akan menghasilkan pendapatan sewa jika disewakan. Namun mereka melarang penggunaan konsep nilai waktu uang ini untuk kepentingan keputusan pendanaan, seperti memberi tambahan atas pinjaman dengan alasan nilai waktu uang.

#### D. Sistematika Buku Ini

Buku ini terdiri dari sepuluh bab dimana dalam dua bab yang pertama membahas topik-topik dasar dalam keuangan islam sementara delapan bab sisanya membahas keuangan islam lebih ke institusi, produk, dan pengelolaan keuangan islam. **Bab pertama** yang sudah diuraikan di atas membahas tentang ruang lingkup keuangan islam serta prinsip dasar dalam berinvestasi yaitu tujuan perusahaan dan konsep nilai waktu uang. **Bab kedua** akan membahas tentang hukum islam dan keuangan islam. Di sini dibahas tentang kedudukan aktifitas keuangan islam dalam kehidupan islami, sumber hukum islam yang menjadi rujukan keuangan islam, jenis-jenis kontrak atau akad dan syarat-syarat akad yang sesuai dengan hukum islam.

**Bab ketiga** membahas tentang perbankan islam. Di sini diuraikan tentang urgensi adanya sistem perbankan islam agar perekonomian lebih stabil, pengertian bank islam, produk-produknya, serta sumber dan penggunaan dana dalam bank islam. **Bab keempat** membahas tentang pasar saham islam. Ada dua hal yang dibahas yaitu tentang kriteria saham syariah dan upaya ahli keuangan untuk membuat mekanisme perdagangan saham yang lebih islami. **Bab kelima** membicarakan tentang produk keuangan yang mengalami pertumbuhan paling tinggi yaitu *sukuk*. Dalam bab ini akan dibahas perkembangan *sukuk* di berbagai negara serta dibahas tentang jenis-jenis *sukuk* berikut mekanisme penerbitannya. **Bab keenam**, membahas tentang reksadana syariah termasuk strategi bagaimana berinvestasi pada reksadana syariah tersebut.

**Bab ketujuh** membahas tentang produk keuangan yang relatif baru yaitu produk derivatif yang akan ditinjau kebolehan dan prakteknya dalam pasar modal islam. Produk derivatif yang dibahas meliputi produk pasar derivatif, Islamic swap

market, Islamic unit trust, Islamic Exchange-Traded Funds, Islamic REITs, dan Islamic Commodity Funds. **Bab kedelapan** membahas tentang asuransi syariah atau takaful. Dalam bab ini akan dibahas perbedaan konsep dasar antara asuransi syariah dan *takaful* berikut praktek-praktek yang diperbolehkan menurut hukum islam terkait dengan cara pengumpulan dana dan strategi investasinya.

**Bab kesembilan** membahas tentang *corporate governance* pada lembaga keuangan syariah. Prinsip dasar *corporate governance* akan dibahas terlebih dahulu kemudian dilanjutkan hal-hal khusus tentang *corporate governance* di lembaga keuangan syariah utama menyangkut kepatuhan syariah dan adanya lembaga Dewan Syariah Nasional (DSN) dan Dewan Pengawas Syariah (DPS). **Bab kesepuluh** membahas tentang *islamic wealth management*. Dalam bab ini akan dibahas bagaimana strategi seseorang atau sebuah keluarga dalam mengelola kekayaan yang meliputi aktifitas meningkatkan kekayaan yang berintikan investasi, mempertahankan kekayaan yang berintikan manajemen risiko, dan mendistribusikan kekayaan baik kepada keluarga maupun masyarakat secara luas.



# **BAB II**

# **HUKUM ISLAM DAN**

# **KEUANGAN ISLAM**

---

## **A. Pendahuluan**

Pengembangan keuangan islam harus dilandasi oleh hukum islam atau syariah. Hukum islam selalu menjunjung tinggi nilai-nilai kesamaan dan keadilan dalam masyarakat dengan mengedepankan faktor moral, sosial, etika, dan keagamaan dalam pelaksanaannya. Praktek keuangan islam yang tidak atau kurang sesuai dengan hukum islam harus diubah atau diganti dengan aktifitas yang diperbolehkan oleh hukum islam. Bab ini akan membahas hukum islam terutama yang terkait dengan keuangan islam.

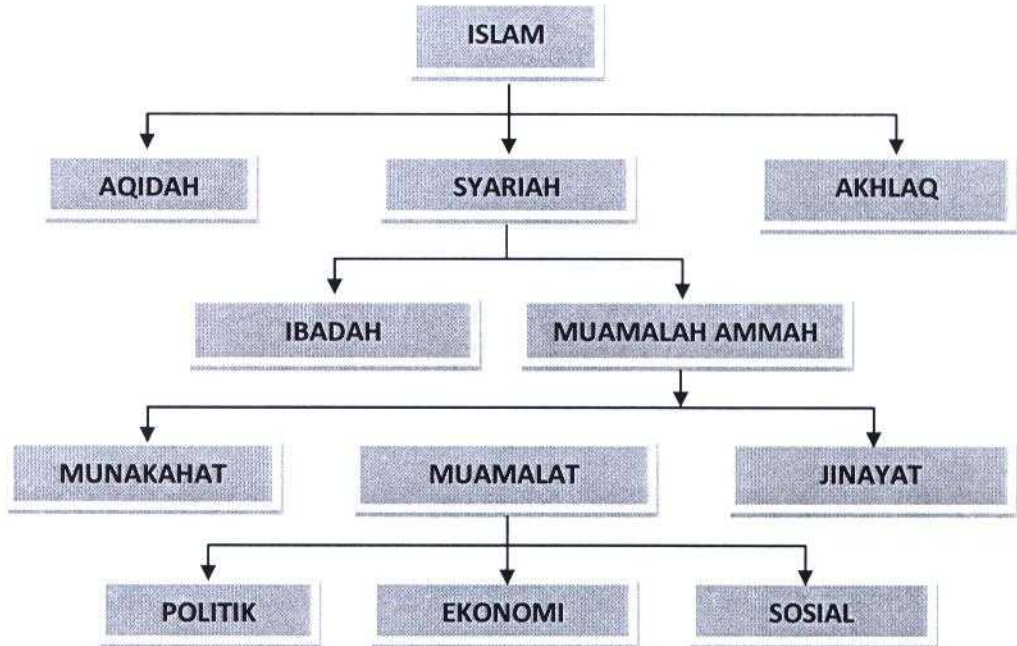
Cakupan dari keuangan islam meliputi transaksi dalam pasar keuangan, operasinya, dan jasa yang diberikan oleh pasar keuangan tersebut dipandang dari kesesuaiannya dengan prinsip, peraturan, dan ketentuan dalam hukum islam. Keuangan islam selalu dilandasi oleh etos dan sistim nilai dalam islam. Sejumlah prinsip yang terkait dengan keuangan islam diantaranya adalah mendorong adanya pembagian return–risiko dan menghindari eksploitasi, mementingkan kesejahteraan masyarakat daripada materialisme dan mengedepankan persahabatan untuk seluruh manusia daripada membuat strata-strata dalam masyarakat. Hukum islam jarang dijadikan hukum sebagai hukum di sebuah negara meskipun mayoritasnya berpenduduk muslim. Namun aspek-aspek dalam hukum islam kerap sudah diintegrasikan dalam hukum formal pada sejumlah negara.

## **B. Islam dan Hukum Islam**

Islam adalah agama yang mengatur segala aspek dari kehidupan manusia. Aspek kehidupan tersebut dapat dikelompokkan menjadi aspek hubungan antara manusia dengan Tuhan dan aspek hubungan antara manusia dengan manusia. Kedua bentuk hubungan tersebut diatur dalam islam dengan aturan yang bersifat umum maupun aturan yang sudah rinci. Pembagian aspek yang dijalankan, diatur,



dan dikaji dalam Islam dapat dikelompokkan menjadi tiga seperti tampak dalam bagan 2.1 di bawah ini.



**Gambar 2.1.** Klasifikasi Aspek dalam Islam

Aspek pertama adalah aqidah yang intinya terkait dengan keyakinan atau keimanan apa yang harus dimiliki oleh orang Islam. Ada enam yang masuk ke dalam rukun iman dalam Islam yaitu iman akan keesaan Allah, iman akan adanya malaikat Allah, iman terhadap rosul-rosul Allah, iman terhadap kitab-kitab Allah yang diturunkan melalui rosulnya, iman terhadap akan datangnya hari kiamat, dan iman terhadap adanya ketentuan (qodlo') dan kehendak (qodar) Allah. Aspek kedua adalah syariah yang berisi hukum-hukum yang harus dipatuhi oleh orang Islam. Aspek ketiga adalah akhlaq yaitu perilaku yang harus dijalankan dan diperlihatkan oleh orang Islam. Ketiga aspek ini harus ada semua dalam orang Islam. Tidak disebut orang Islam jika hanya beriman saja, tidak sah menjalankan syariah jika tidak beriman, dan juga tidak orang Islam jika hanya beriman dan bersyariah saja tanpa diikuti berperilaku yang baik (akhlaqul karimah).

Aspek yang berkaitan langsung dengan keuangan Islam adalah syariah pada sub bagian muamalah. Syariah atau hukum Islam sendiri digolongkan menjadi dua yaitu ibadah dan muamalah. Ibadah lebih banyak terkait dengan bagaimana hubungan manusia dengan Allah yang dalam artian khusus masuk dalam rukun Islam berupa syahadat, sholat, puasa, zakat, dan haji. Meskipun ibadah lebih banyak terkait dengan hubungan manusia dengan tuhan, namun terdapat juga unsur hubungan antara manusia dengan manusia seperti dalam ibadah zakat.

Harta zakat diberikan kepada orang-orang yang berhak, dengan demikian sangat erat dengan hubungan antar manusia. Sebenarnya tidak hanya zakat, ibadah yang lain juga sedikit banyak terkait dengan hubungan antar manusia. Puasa bertujuan agar manusia lebih berempati kepada kaum miskin, sholat dianjurkan berjamaah agar terjadi silaturahmi, dan ibadah haji adalah sebuah silaturahmi akbar.

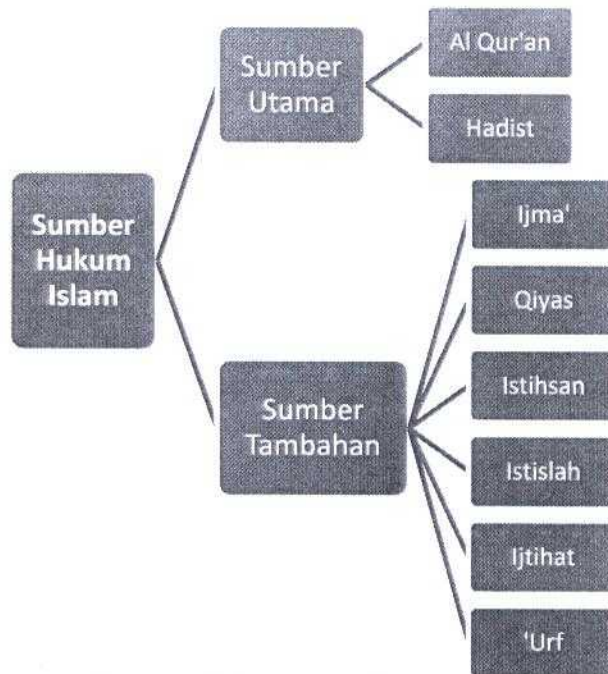
Muamalah ammah lebih banyak terkait dengan hubungan antar manusia yang biasanya dikelompokkan menjadi tiga yaitu, munakahat, muamalah, dan jinayat. **Munakahat** adalah peraturan-peraturan yang mengatur masalah pernikahan seperti akad nikah, wali, mas kawin, talak, rujuk, muhrim dan hal lain terkait dengan pernikahan. **Jinayat** adalah peraturan yang berhubungan dengan tindak kriminal dalam kehidupan keseharian manusia seperti mencuri, membunuh, berzina, dan hal lain yang terkait dengan kriminalitas. Sementara **muamalat** adalah peraturan yang terakit dengan hubungan kemasyarakatan aktifitas ekonomi, sosial, politik, dan aktifitas kemasyarakatan yang lain.

Kuangan islam merupakan bagian aktifitas muamalat, khususnya terkait dengan aktifitas ekonomi. Pencermatan terhadap aktifitas ekonomi pada umumnya dan aktifitas keuangan pada khususnya masih terdapat sejumlah aktifitas yang belum sesuai dengan hukum islam. Isu yang muncul terkait dengan adanya riba, gharar, dan maysir pada sejumlah aktifitas ekonomi dan keuangan. Pada sub bab yang lain dalam bab ini akan diuraikan lebih lanjut terkait dengan riba, gharar, dan maysir tersebut.

Hukum islam baik yang berupa ibadah maupun muamalah ammah membagi aktifitas menjadi lima kategori yaitu wajib, sunnah, haram, makruh, dan mubah. Wajib adalah aktifitas yang harus dilakukan oleh setiap muslim dan jika tidak dikerjakan akan berdosa. Sunnah adalah aktifitas yang dianjurkan untuk dikerjakan namun jika tidak dikerjakan tidak berdosa. Haram adalah aktifitas yang tidak boleh dikerjakan dan jika dikerjakan akan berdosa. Makruh adalah aktifitas yang dianjurkan tidak dikerjakan, namun jika dikerjakan tidak berdosa.

### C. Sumber Hukum Islam

Rujukan dari hukum islam yang utama adalah Al Qur'an dan Hadits. Namun diluar dua rujukan utama tersebut terdapat juga sumber tambahan seperti ijmak, qiyas, istihsan, istislah, ijtihat, dan 'urf. Gambar 2.2. di bawah ini menunjukkan skema sumber-sumber hukum Islam yang dapat dijadikan sebagai rujukan apakah sebuah aktifitas, termasuk aktifitas keuangan, boleh dilakukan atau tidak.



**Gambar 2.2.** Sumber Hukum Islam

Al Qur'an adalah firman Allah yang disampaikan kepada nabi Muhammad dan menjadi rujukan utama dan bersifat final. Ada kitab yang berisi firman Allah sebelumnya namun yang dijamin keasliannya hanya Al Qur'an. Setelah Al Qur'an tidak akan ada lagi kitab baru yang berasal dari firman Allah. Selain Al Qur'an, sumber hukum utama dari hukum Islam adalah hadist nabi Muhammad. Hadist dapat berasal dari perkataan/ucapan nabi, aktifitas nabi, atau aktifitas para sahabat yang tidak dilarang (didiadakan) oleh nabi yang diceritakan oleh para sahabat. Beberapa pemikir Islam mengidentifikasi (membukukan) hadist-hadist tersebut setelah melakukan penelitian terhadap kualitas dari sahabat yang menceritakannya. Hadist yang ditemukan sumbernya dan berasal dari sahabat yang terpercaya dikategorikan sebagai hadist yang shahih. Pemikir Islam yang kumpulan hadistnya sangat dikenal adalah Buchori dan Muslim. Jika ada hadist yang terkategori sahih oleh dua pemikir tersebut maka hadist tersebut sangat dijamin keasliannya. Hadist yang demikian biasa disebut *muttfaqun alaih*.

Diluar alQur'an dan hadist nabi, ada sumber lain yang dijadikan sebagai hukum Islam. Sumber-sumber hukum ini digunakan atau dimunculkan ketika alQur'an dan hadist tidak memberi ketentuan/hukum yang jelas tentang suatu permasalahan. Sumber pertama adalah **Ijma'**. *Ijma'* berasal dari kata *ajma'a* yang berarti 'untuk menentukan' dan 'untuk mensepakati sesuatu'. Dalam hukum Islam, *ijma'* adalah kesepakatan para ulama tentang sesuatu hal yang terkait dengan hukum Islam pada periode tertentu. Sesuatu yang diputuskan adalah hal-hal yang bersifat praktis yang biasanya merupakan implimentasi dari sesuatu yang sudah ada

ketentuannya dalam AlQur'an atau hadist. Rujukan dari digunakannya ijma' sebagai hukum islam adalah hadist nabi yang mengatakan bahwa umatku tidak akan bersepakat tentang sesuatu yang salah. Jika semua umat (dalam hal ini diwakili oleh ulama) sepakat tentang sesuatu dan tidak ada satupun yang menentang maka keputusannya insya Allah tidak akan salah.

Sumber hukum tambahan kedua adalah **Qiyas**. Qiyas menggunakan metode analogi tentang sesuatu yang hukumnya sudah ada namun situasinya berubah. Jika syarat-syarat kesamaannya terpenuhi maka ulama dapat memunculkan hukum baru yang merupakan analogi dari hukum yang sudah ada di Alquran atau hadist. Ketiga, **istihsan**. Istihsan adalah interpretasi seorang ulama atas suatu hukum islam untuk menghindari kekakuan atau kekurangadilan jika suatu hukum dipahami dan dijalankan secara literal. Istihsan dalam bahasa Arab berarti sesuatu yang diyakini lebih disukai. Istihsan tidak mengubah teks hukum, namun membuat interpretasi yang berbeda dari teks hukum tersebut. Keempat, **istislah**. Istislah berasal dari kata maslahat yang berarti untuk kepentingan masyarakat. Ulama menggunakan istislah jika tidak ada hukum yang jelas tentang sesuatu permasalahan baik dalam Alquran maupun hadist. Penggunaan istislah tentu saja tidak boleh bertentangan dengan hukum yang sudah ada dan memenuhi unsur maslahat. Unsur maslahat diantaranya adalah menjaga manfaat dan mencegah kerugian baik dalam kehidupan beragama maupun bermasyarakat secara umum.

Kelima adalah **Ijtihad**. Ijtihad secara bahasa berarti upaya sendiri. Ijtihad mencoba mengadopsi situasi atau memutuskan sesuatu yang tidak ada ketentuannya di Alqur'an atau hadist. Prinsip utama yang digunakan adalah keharmonisan dari keputusan tersebut dengan hukum yang sudah ada di Alquran dan hadist. Keenam adalah **Urf**. Urf adalah kebiasaan yang dilakukan oleh masyarakat atau bangsa yang sudah berlangsung cukup lama. Kebiasaan itu dapat dijadikan sebagai hukum sepanjang tidak bertentangan dengan spirit dan hukum Islam yang sudah ada.

#### **D. Kontrak dalam Hukum Islam**

Aktifitas keuangan islam, utamanya di bidang perbankan, banyak berkait dengan kontrak antara satu pihak dengan pihak yang lain. Hukum Islam membuat pedoman bagaimana membuat kontrak dan bagaimana konsekuensi hukum dari kontrak tersebut. Kontrak dalam bahasa Arab disebut **Akad** yang berarti pertalian atau pengikatan antara satu pihak dengan pihak lain. Sejumlah syarat harus dipenuhi agar sebuah akad menjadi sah atau valid. Syarat pertama adalah harus ada pihak atau orang yang memberi tawaran dan pihak yang menerima tawaran. Akad tidak sah jika salah satu pihak tidak ada atau tidak hadir dalam aktifitas akad. Syarat kedua adalah ada penawaran (**ijab**) dan penerimaan (**qobul**). Ijab dan qobul tersebut harus disampaikan dalam waktu yang bersamaan. Akad secara hukum

islam akan mengikat baik ijab dan qobul tersebut tertulis maupun hanya disampaikan secara lisan.

Syarat ketiga adalah bahwa hal atau subyek atau aktifitas yang diperjanjikan berikut ketentuan yang dipersyaratkan harus tidak bertentangan dengan hukum islam. Barang yang diperjanjikan harus ada saat kontrak dilakukan dan barang harus dapat diserahkan. Spesifikasi, kualitas, dan kuantitas dari barang harus diketahui oleh kedua belah pihak. Harga dan ketentuan juga harus sudah disepakati saat kontrak. Disamping itu, orang yang mengikat kontrak harus sudah dewasa (*baligh*) dan sehat akal. Kontrak harus dilakukan dengan sukarela, jika ada pihak yang dipaksa atau diancam maka perjanjian menjadi tidak sah atau batal.

Akad dalam Islam dapat diklasifikasikan berdasarkan sifatnya atau berdasarkan konsekuensi hukumnya. Berdasarkan sifatnya, kontrak ada yang bersifat unilateral, bilateral, atau bersifat quasi. Kontrak unilateral adalah kontrak dimana pemberi tawaran menuliskan atau menetapkan sepenuhnya ketentuan dari kontrak, sementara pihak penerima hanya punya pilihan menerima atau menolak kontrak. Pemberi tawaran (perintah) terikat untuk memenuhi kewajibannya jika pihak penerima tawaran/pekerjaan menyelesaikan pekerjaannya dengan benar. Contoh dari kontrak jenis ini adalah jika ada seorang agen real estate diminta untuk mencarikan rumah dengan model dan berada di lokasi tertentu oleh seseorang. Orang tersebut akan memberikan imbalan sesuai dengan kontrak jika si agen sudah mendapatkan rumah sesuai dengan keinginan orang tersebut. Dalam hukum Islam janji yang mengikat seperti ini biasa disebut *wa'd*.

Kontrak bilateral adalah kontrak dimana satu pihak berjanji memberi imbalan atas kinerja atau aktifitas pihak yang lain dan kedua belah pihak terikat untuk memenuhi janjinya masing-masing. Kontrak yang terkait dengan pertukaran, kerjasama, atau sewa menyewa adalah jenis kontrak yang masuk kategori kontrak bilateral. Contohnya, kontrak atau akad jual beli mobil. Penjual berjanji menjual/menyerahkan mobilnya dan pembeli berjanji membeli dan melakukan pembayaran sesuai dengan ketentuan yang disepakati. Kedua pihak wajib memenuhi janjinya tersebut. Ini berbeda dengan kontrak unilateral dimana, dalam contoh di atas, pihak agen jika tidak berhasil mendapat rumah tidak mendapat sanksi kecuali imbalan tidak jadi diberikan. Kontrak quasi adalah kontrak yang semu karena tidak dilakukan secara formal namun kedua belah pihak menjalankan sesuatu seolah telah terjadi perjanjian yang formal. Kontrak kerja antara pemilik dengan karyawan di sejumlah perusahaan kecil menggunakan kontrak jenis ini. Tidak ada kontrak formal diantara mereka namun mereka saling memenuhi kewajiban masing-masing.

Kontrak jika dilihat dari konsekuensi hukumnya dikategorikan menjadi tujuh macam. Ketujuh macam kontrak ini terbagi menjadi tiga kelompok. Kelompok pertama terdiri dari kontrak *sahib*, *fasid*, dan *batil*. Kelompok kedua adalah kontrak *lazim* dan *ghayr lazim* dan kelompok ketiga adalah kontrak *nafidh* dan *mawkuf*. Berikut ini akan diuraikan masing-masing jenis kontrak tersebut. Pertama adalah kontrak yang *sahih*, yaitu kontrak yang tidak mengandung elemen

yang dilarang oleh hukum Islam. Kontrak jenis ini bersifat memaksa dan memunculkan kewajiban hukum bagi pihak-pihak yang terlibat. Ada tiga kondisi yang harus dipenuhi agar kontrak menjadi sah. Pertama, semua elemen yang diminta oleh hukum Islam harus terpenuhi. Kedua, ketentuan tambahan juga harus dipenuhi. Ketiga, tujuan dari kontrak dan subyek yang dikontrakkan harus juga sesuai syariah. Kedua, kontrak yang *fasid*. Kontrak ini memenuhi semua persyaratan dasar dari sebuah kontrak yang sah, namun karena ada sesuatu yang menyimpang maka kontrak menjadi kurang sah. Bentuk penyimpangan dapat berupa ketentuan (*term*) dalam kontrak atau atribut luar yang melekat dalam kontrak yang bertentangan dengan syariah. Contohnya, kontrak yang dibuat dalam kondisi diancam atau kontrak penjualan dimana obyek yang dijual tidak ada. Ketiga, kontrak yang *batil*. Kontrak ini dinyatakan batal karena elemen dan ketentuannya ada yang tidak sesuai dengan syariah. Kontrak yang batil tidak memiliki kekuatan hukum dan tidak memiliki kekuatan untuk memaksa. Dalam kontrak yang batil, kepemilikan tidak mengalami perpindahan dan tidak ada kewajiban apapun yang harus dikerjakan oleh pihak-pihak yang terlibat. Contoh kontrak batil adalah kontrak penjualan minuman keras atau kontrak yang ditandatangani oleh orang yang tidak sehat akal.

Keempat, kontrak *lazim*, yaitu kontrak yang mengikat dan tidak dapat dibatalkan oleh salah satu pihak. Salah satu pihak tidak dapat menghentikan kontrak tanpa ijin pihak lain kecuali sebelumnya sudah ada pilihan untuk menghentikan. Contohnya adalah kontrak jual beli atau kontrak sewa. Ketika transaksi sudah terjadi yang berarti kontrak sudah disepakati maka pihak pembeli dan penjual atau pihak yang menyewakan dan pihak yang menyewa tidak dapat membatalkan kontrak secara sepihak. Pembeli tidak boleh tidak jadi membayar dan mengembalikan barang yang sudah dibeli. Penjual tidak boleh membatalkan mengirim barang meskipun uangnya dikembalikan. Penyewa tidak dapat membatalkan menyewanya dengan meminta kembali uangnya. Pihak yang menyewakan juga tidak boleh membatalkan kontrak meskipun uangnya dikembalikan. Kelima, kontrak *ghayr lazim* atau *jaiz*, yaitu kontrak yang memberi kesempatan salah satu pihak menghentikan kontrak kapan saja asal sesuai kondisi yang disebutkan di kontrak. Contohnya adalah kontrak kerjasama untuk mendirikan bisnis yang dilakukan oleh sejumlah orang. Dalam perjalanan, bisa saja salah satu orang yang bekerjasama tersebut menarik diri dari bisnis tersebut. Ketika seseorang mundur dari kerjasama tersebut dia akan mendapat hak-haknya selama periode bekerjasama.

Keenam, kontrak *nafidh* adalah kontrak sah yang sudah efektif dan segera dijalankan. Kontrak ini tidak memerlukan syarat tambahan untuk diberlakukannya. Ketujuh, kontrak *mawkuf* adalah kontrak yang sah namun ditunda pelaksanaannya karena ada kondisi tertentu yang masih menghalangi pelaksanaan kontrak. Misal kontrak yang tidak ada pihak yang berwenangnya atau kontrak dimana satu pihak menderita sakit keras. Kontrak seperti ini ditunda

pelaksanaannya menunggu sampai dengan kondisi yang memenuhi syarat terpenuhi.

## E. Ketentuan Umum Tentang Kesahihan Kontrak

Ada sejumlah ketentuan umum yang harus dipenuhi agar kontrak sah atau aktifitas muamalah diperbolehkan. Ketentuan tersebut antara lain harus terhindar dari riba, gharar, maysir, dan ketentuan yang lain. Berikut ini akan diuraikan sejumlah ketentuan umum tersebut.

### 1. Larangan *Riba*

Tidak ada perdebatan tentang dilarangnya riba karena larangan riba ada tertulis jelas dalam alqur'an maupun hadist. Namun demikian masih ada perbedaan terkait dengan pengertian riba atau apa saja yang termasuk riba. Berikut ini adalah sejumlah ayat alqur'an yang memuat larangan riba:

Surat Ar Rum ayat 39: Dan sesuatu riba(tambahan) yang kamu berikan agar dia bertambah pada harta manusia, maka riba itu tidak menambah pada sisi Allah. Dan apa yang kamu berikan berupa zakat yang kamu maksudkan untuk mencapai keridhaan Allah, maka itulah orang-orang yang melipatgandakan (pahalanya).

An Nisa' ayat 161: Dan disebabkan mereka memakan riba, padahal sesungguhnya mereka telah dilarang terhadapnya, dan karena mereka memakan harta orang dengan jalan yang bathil. Kami telah menyediakan untuk orang-orang kafir diantara mereka siksa yang pedih.

Ali Imran ayat 130: Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu memakan riba dengan berlipat ganda dan bertaqwalah kamu kepada Allah supaya kamu mendapat keberuntungan.

Al Baqarah ayat 275: Orang-orang yang makan (mengambil) riba tidak dapat berdiri melainkan seperti berdirinya orang yang kemasukan syaitan lantaran (tekanan) penyakit gila. Keadaan mereka yang demikian itu. Adalah disebabkan mereka berkata (berpendapat), sesungguhnya jual-beli itu sama dengan riba, padahal Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. Orang-orang yang telah sampai kepadanya larangan dari Tuhannya, kemudian berhenti (dari mengambil riba), maka baginya apa yang telah diambilnya dahulu (sebelum datangnya larangan). Orang yang mengulangi (mengambil riba), maka orang itu adalah penghuni-penghuni neraka, mereka kekal di dalamnya.

Al Baqarah 276: Allah memusnahkan riba dan menyuburkan sedekah. Dan Allah tidak menyukai setiap orang yang tetap dalam kekafiran dan selalu berbuat dosa.

Al Baqarah 278: Hai orang-orang yang beriman, bertaqwalah kepada Allah dan tinggalkanlah sisa riba (yang belum dipungut) jika kamu orang-orang yang beriman.

Al baqarah 279: Maka jika kamu tidak mengerjakannya (meninggalkan sisa riba) maka ketahuilah bahwa Allah dan rasulNya akan memerangimu. Dan jika kamu bertaubat (dari mengambil riba) maka bagimu pokok hartamu, kamu tidak menganiaya dan tidak pula dianiaya.

Ayat-ayat di atas mengindikasikan dengan jelas bahwa riba dilarang. Rangkaian ayat di surat Al Baqarah di atas tidak hanya menjelaskan diharamkannya riba tetapi juga menyampaikan kaidah yang lengkap untuk menentukan apakah sebuah transaksi termasuk riba atau tidak. Disamping dalam AlQur'an, banyak juga hadist yang menunjukkan larangan riba tersebut. salah satu diantaranya adalah yang diriwayatkan dari Jabir: Nabi saw mengkutuk orang yang menerima dan yang memberi riba, orang yang menjadi pencatatnya, dan orang yang menjadi saksi dari transaksi tersebut. mereka semua sama (dosanya). (Hadist riwayat Muslim). Dengan demikian jelas sudah bahwa riba terlarang tidak hanya bagi yang menerima, bahkan bagi yang memberi, pencatatnya dan saksi-saksinya.

Pelarangan riba dapat saja hanya merujuk pada konteks hukum di AlQuran dan hadist. Namun pelarangan riba juga dapat dijelaskan argumentasi logisnya. Alasan logis dari riba pada umumnya terkait dengan keadilan sosial ekonomi dan keadilan distribusi. Selain itu juga ada alasan stabilitas ekonomi seperti yang dikemukakan oleh Umar Chapra (2008). Sistem keuangan konvensional, terutama di industri perbankan, yang berbasis bunga membuat perekonomian menjadi kurang stabil. Dalam sistem keuangan yang berbasis bunga, bank cenderung memberi pinjaman berlebihan dan tidak mencermati perusahaan debitur dengan sungguh-sungguh. Bank hanya berkepentingan atas keamanan uangnya bukan terhadap profitabilitas perusahaan debitur. Ketika agunan sudah mencukupi, maka bank akan relatif aman. Jika bank mengalami kesulitan karena banyak kredit yang macet, bank akan 'ditolong' oleh bank sentral. Ini mendorong bank untuk kurang hati-hati. Padahal dampak dari sikap kurang hati-hati ini akan membuat perekonomian kurang stabil. Jika bank menggunakan prinsip bagi hasil, bank harus lebih cermat dalam menganalisis kinerja perusahaan karena perolehan bank akan tergantung pada kinerja (profitabilitas) perusahaan yang diberi pembiayaan, bukan sekedar keamanan (solvabilitas)-nya.

## 2. Larangan *Gharar*

*Gharar* dapat artikan sebagai ketidakpastian atau risiko yang disebabkan oleh ketidakjelasan tentang subyek atau harga dari sebuah kontrak atau transaksi. Jual beli atau kontrak bisnis yang mengandung *gharar* adalah dilarang. *Gharar* dapat muncul, misal, jika kewajiban dari pihak-pihak yang terikat kontrak bersifat tidakpasti atau bergantung pada sesuatu (contingent). *Gharar* juga bisa muncul jika pihak yang berjualbeli tidak dapat mengontrol barang yang diperjualbelikan atau pembayarannya tidak pasti. Dalam terminologi hukum, *gharar* berarti menjual sesuatu yang tidak ada di tangan si penjual atau menjual



sesuatu yang konsekuensinya (aqibah) tidak diketahui, atau penjualan sesuatu yang keberadaan atau ketidakberadaannya tidak pasti. Contohnya menjual ikan yang ada di laut atau menjual burung yang masih di angkasa.

Materi yang tersedia dalam literatur tentang gharar tidak sebanyak yang tersedia dalam kajian riba. Namun para ahli ekonomi islam mencoba mendiskusikan berbagai aspek untuk menentukan apakah sebuah transaksi termasuk gharar atau tidak. Ketidakpastian merupakan sesuatu yang tidak dapat dihindari dalam berbisnis. Keberanian mengambil risiko justru menjadi faktor penentu dari keberhasilan sebuah bisnis. Permasalahannya, belum ada kriteria yang jelas tentang seberapa besar ketidakpastian dari sebuah bisnis/invesasi yang kemudian masuk kategori gharar dan dengan demikian hukumnya haram. Belakangan para ahli membedakan antara ketidakpastian yang normal (gharar qalil) dan ketidakpastian yang berlebihan (gharar-e-kathir) dan menyatakan bahwa hanya ketidakpastian yang berlebihan yang dilarang. Dengan demikian, pelarangan gharar tidak sekuat pelarangan riba. Dalam riba, larangan berlaku baik ribanya banyak maupun sedikit, namun dalam gharar, larangan hanya untuk gharar yang berlebihan.

Untuk menghindari ketidakpastian yang berlebihan, hukum islam melarang transaksi yang mengandung tiga kondisi berikut ini. Pertama, transaksi dimana obyek yang ditransaksikan tidak ada. Kedua, obyek yang ditransaksikan ada namun barang tersebut bukan milik dari si penjual atau keberadaan dari obyek tersebut tidak pasti. Ketiga, pertukaran yang pengiriman dan atau pembayarannya tidak pasti.

### 3. Larangan *Maisir/Qimar*

Kata maisir dan qimar digunakan dalam bahasa Arab secara identik. Maisir terkait dengan memperoleh kekayaan dengan cara mudah atau dengan keberuntungan, baik hal itu melanggar hak orang lain ataupun tidak melanggar. Qimar berarti permainan keberuntungan (judi) dimana keuntungan diperoleh atas kerugian orang lain. Alquran lebih sering menggunakan kata maisir sementara hadist lebih sering menggunakan kata qimar.

Larangan maisir dalam Alquran diantaranya terdapat dalam ayat-ayat berikut:

Al Maidah ayat 90: Hai orang-orang yang beriman, sesungguhnya (meminum) khamar, berjudi (maisir), (berkorban untuk) berhala, mengundi nasib dengan panah, adalah perbuatan keji termasuk perbuatan syaitan. Maka jauhilah perbuatan-perbuatan itu agar kamu mendapat keberuntungan.

Al Maidah ayat 91: Sesungguhnya syaitan itu bermaksud hendak menimbulkan permusuhan dan kebencian diantara kamu lantaran khamar dan maisir itu, dan menghalangi kamu dari mengingat Allah dan sholat, maka berhentilah kamu (dari mengerjakan pekerjaan itu)

Al Baqarah ayat 219: Mereka bertanya kepadamu tentang khamar dan maisir (judi). Katakanlah: pada keduanya itu terdapat dosa besar dan beberapa

manfaat bagi manusia, tetapi dosa keduanya lebih besar daripada manfaatnya. Dan mereka bertanya kepadamu apa yang mereka nafkahkan. Katakanlah: yang lebih dari keperluan. Demikian Allah menerangkan ayat-ayat-Nya kepadamu supaya kamu berfikir.

4. Kaharusan *Free Mutual Consent*

Kontrak yang sah harus dilandasi oleh kesepakatan yang bebas/sukarela dan saling menguntungkan bagi pihak-pihak yang mengikat kontrak. Jika ada pihak yang tidak bebas seperti terjadi tekanan maka kontrak menjadi tidak sah. Demikian pula jika kondisi kontrak membuat salah satu pihak dirugikan maka kontrak juga menjadi tidak sah. Misal terjadi kecurangan atau mispersepsi. Pihak-pihak yang mengikat kontrak harus memiliki pengetahuan tentang perkara yang disepakati dan mereka mengerti tentang hak-hak dan kewajiban masing-masing sebagai konsekuensi dari kontrak tersebut.

5. Larangan 2 Kontrak yang *Mutually Contingent*

Dua kontrak yang *mutually contingent* (saling tergantung) dan tidak konsisten dilarang oleh nabi. Ini merujuk pada:

- a. Penjualan dua barang dimana jika seseorang ingin membeli yang satu harus juga membeli yang lainnya dengan harga tertentu.
- b. Penjualan sebuah barang dengan dua harga dimana belum ada ketetapan final dengan harga yang mana yang akan dipakai pada saat transaksi penjualan.
- c. Mengkombinasikan kontrak penjualan dan kontrak sewa dalam satu kontrak.

Untuk menghindari larang tersebut, disarankan agar kontrak penjualan hanya terkait dengan satu transaksi saja dan transaksi yang berbeda jangan digabung sehingga hak dan kewajiban pihak-pihak yang membuat kontrak menjadi tidak jelas. Jika ingin melakukan dua transaksi sebaiknya menggunakan dua kontrak yang terpisah. Namun demikian, ada kondisi tertentu yang diperbolehkan menggabungkan dua kontrak.

- Shirkah dan ijarah dapat dikombinasikan. Seseorang dapat menyewakan aset yang dimiliki dalam sebuah kerjasama kepada pihak-pihak yang lain. Para ahli sepakat tentang dibolehkannya kepemilikan saham atas aset yang disewakan dari pihak yang menyewakan diserahkan kepada pihak-pihak yang lain. Namun penjualan kepemilikan dalam kontrak *diminishing musharakah*, dimana kepemilikan secara berangsur akan berada di salah satu pihak, harus dilakukan sepenuhnya terpisah.
- Musharakah dan mudharabah juga dapat dikombinasikan. Misal, bank dapat mengelola dana depositor berbasis mudharabah atau bisa juga bank memposisikan deposan sebagai partner pasif yang mendapat porsi laba yang lebih kecil dibandingkan dengan porsi bank yang mengelola dana secara aktif.

- Kontrak wakalah (agen yang mewakili) dan kontrak kafalah (memberi jaminan) dapat dikombinasikan dengan kontrak bai' (penjualan) dan ijarah (sewa) dengan syarat bahwa ketentuannya sesuai dengan aturannya masing-masing. Dalam praktek perbankan islam, wakalah merupakan bagian penting dalam kontrak salam, istisna, dan murabaha.

Namun demikian menggabungkan kontrak jual beli (bai') dan sewa (ijarah) dalam satu kontrak tidak diperbolehkan. Ini karena ada perbedaan penting antara jual beli dan sewa. Dalam jual beli, kepemilikan telah berpindah dari penjual ke pembeli dan risiko atas barang yang telah dijual sepenuhnya ditangan pembeli. Sementara dalam sewa, kepemilikan masih ditangan pihak yang menyewakan demikian pula risikonya. Dalam bank islam memang ada produk ijarah muntahia-bi-tamlik. Selama periode sewa bank tetap memiliki barang yang disewakan dan risiko juga masih menjadi tanggungjawab bank. Jika ada pengalihan kepemilikan dan risiko selama masa sewa maka kontraknya menjadi batal. Namun demikian, salah satu pihak (yaitu bank) dapat berjanji untuk menjual atau menghadiahkan asset yang disewakan kepada pihak yang menyewa pada saat periode sewa berakhir. Tetapi janji tersebut tidak mengikat bagi pihak yang menyewa.

#### 6. Keharusan adanya Kesesuaian Kontrak dengan *Maqasid of Shariah*

AlQuran dan hadist telah menjelaskan apa *maqasid* atau tujuan dari syariah yang salah satunya adalah kemanfaatannya bagi umat secara luas (*rahmatan lil alamin*). Kesejahteraan umat manusia harus menjadi tujuan utama dan Hak-hak masyarakat harus terpenuhi. Setiap kontrak yang tidak sesuai dengan upaya mensejahterakan manusia atau melanggar hak-hak publik, misal kontrak yang berakibat merusak lingkungan haruslah dihindari dan termasuk kontrak yang tidak sah.

#### 7. Keharusan adanya Perimbangan Return dan Risiko

Orang hanya boleh mendapat return dari aktifitas bisnis atau investasi ketika dia menanggung risiko. Ini berlaku untuk kontrak yang berbasis jual beli, sewa, dan kerjasama. Dalam kontrak kerjasama, semua pihak harus mendapat porsi keuntungan sesuai dengan risiko yang ditanggung yang salahsatunya tercermin dari modal yang disetor. Tidak boleh ada pihak dalam kerjasama tersebut yang mendapat laba atau bagian yang sifatnya tetap. Dalam kontrak sewa, orang yang menyewakan aset memiliki risiko atas aset yang disewakan baik terkait dengan kerusakan maupun penggunaan asset sehingga berhak atas pembayaran sewa. Seorang penjual memiliki risiko dalam proses menyediakan barang sehingga berhak atas pembayaran senilai harga barang yang dijual.

#### 8. Adanya Ketentuan Umum tentang Kebolehan

Ketentuan umum tentang hukum kontrak adalah jika tidak ada larangan maka boleh dilakukan. Sehingga semua kondisi dan semua jenis kontrak diperbolehkan jika tidak ada larang yang eksplisit dan implisit dalam Alquran, hadist, atau sumber hukum islam yang lain.

- Kontrak wakalah (agen yang mewakili) dan kontrak kafalah (memberi jaminan) dapat dikombinasikan dengan kontrak bai' (penjualan) dan ijarah (sewa) dengan syarat bahwa ketentuannya sesuai dengan aturannya masing-masing. Dalam praktek perbankan Islam, wakalah merupakan bagian penting dalam kontrak salam, istisna, dan murabaha.

Namun demikian menggabungkan kontrak jual beli (bai') dan sewa (ijarah) dalam satu kontrak tidak diperbolehkan. Ini karena ada perbedaan penting antara jual beli dan sewa. Dalam jual beli, kepemilikan telah berpindah dari penjual ke pembeli dan risiko atas barang yang telah dijual sepenuhnya ditangan pembeli. Sementara dalam sewa, kepemilikan masih ditangan pihak yang menyewakan demikian pula risikonya. Dalam bank Islam memang ada produk ijarah muntahia-bi-tamlik. Selama periode sewa bank tetap memiliki barang yang disewakan dan risiko juga masih menjadi tanggungjawab bank. Jika ada pengalihan kepemilikan dan risiko selama masa sewa maka kontraknya menjadi batal. Namun demikian, salah satu pihak (yaitu bank) dapat berjanji untuk menjual atau menghadiahkan aset yang disewakan kepada pihak yang menyewa pada saat periode sewa berakhir. Tetapi janji tersebut tidak mengikat bagi pihak yang menyewa.

6. Keharusan adanya Kesesuaian Kontrak dengan *Maqasid of Shariah*  
AlQuran dan hadist telah menjelaskan apa *maqasid* atau tujuan dari syariah yang salah satunya adalah kemanfaatannya bagi umat secara luas (*rahmatan lil alamin*). Kesejahteraan umat manusia harus menjadi tujuan utama dan Hak-hak masyarakat harus terpenuhi. Setiap kontrak yang tidak sesuai dengan upaya mensejahterakan manusia atau melanggar hak-hak publik, misal kontrak yang berakibat merusak lingkungan haruslah dihindari dan termasuk kontrak yang tidak sah.
7. Keharusan adanya Perimbangan Return dan Risiko  
Orang hanya boleh mendapat return dari aktifitas bisnis atau investasi ketika dia menanggung risiko. Ini berlaku untuk kontrak yang berbasis jual beli, sewa, dan kerjasama. Dalam kontrak kerjasama, semua pihak harus mendapat porsi keuntungan sesuai dengan risiko yang ditanggung yang salahsatunya tercermin dari modal yang disetor. Tidak boleh ada pihak dalam kerjasama tersebut yang mendapat laba atau bagian yang sifatnya tetap. Dalam kontrak sewa, orang yang menyewakan aset memiliki risiko atas aset yang disewakan baik terkait dengan kerusakan maupun penggunaan aset sehingga berhak atas pembayaran sewa. Seorang penjual memiliki risiko dalam proses menyediakan barang sehingga berhak atas pembayaran senilai harga barang yang dijual.
8. Adanya Ketentuan Umum tentang Kebolehan  
Ketentuan umum tentang hukum kontrak adalah jika tidak ada larangan maka boleh dilakukan. Sehingga semua kondisi dan semua jenis kontrak diperbolehkan jika tidak ada larang yang eksplisit dan implisit dalam Alquran, hadist, atau sumber hukum Islam yang lain.

## F. Penutup

Keuangan Islam adalah aktifitas keuangan yang dibenarkan oleh hukum Islam. Sejumlah ketentuan tentang aktifitas yang harus dihindari dalam aktifitas keuangan sudah diuraikan dalam bab ini. Larangan tersebut terutama terkait dengan riba, gharar, maisir serta larangan menggabungkan dua transaksi dalam satu kontrak. Selain larangan terdapat juga kewajiban misalnya adanya perimbangan antara return dan risiko, adanya kontrak yang saling menguntungkan dan sukarela, serta kesesuaian aktifitas dengan maqasid of shariah. Larangan dan kewajiban tersebut bersumber dari Alquran dan hadist serta sumber hukum islam lainnya seperti ijma', qiyas, ijtihad, dan urf. Jika aktifitas keuangan, yang biasanya dinyatakan dalam bentuk kontrak atau akad, telah memenuhi syarat-syarat tersebut maka akadnya dinyatakan sah, namun jika tidak maka akadnya termasuk kategori fasid atau batil.

# BAB III

## BANK ISLAM

---

### A. Pendahuluan

Kajian tentang ekonomi islam dan keuangan islam modern dipicu oleh gagasan perlunya membuat bank yang sesuai dengan hukum islam. Kajian tersebut semakin intensif setelah mulai muncul praktek bank islam di Mesir yang didirikan oleh Dr. Ahmad Al Naggar pada awal tahun 1960an. Setelah menyelesaikan pendidikannya di Jerman dan pulang ke Mesir, dia prihatin dengan kondisi petani miskin di desa yang kesulitan dalam memperoleh dana untuk membiayai pembelian bibit dan juga peternak yang sulit untuk membeli pakan. Maka kemudian dia mendirikan lembaga pembiayaan mikro bagi mereka. Operasi bank yang didirikan oleh Dr. Ahmad Al Naggar yang semula hanya di sebuah desa di dekat sungai Nil ini kemudian diperluas di berbagai wilayah pertanian di Mesir. Bank ini semakin populer sebelum akhirnya dinasionalisasi oleh pemerintah Mesir pada zaman presiden Nasser dan dinamakan Nasser Social Bank (Bank Nasser Al Ijtmaii). Gerakan bank islam ini kemudian menyebar ke negara-negara Timur Tengah yang lain serta ke negara-negara yang mayoritas penduduknya beragama islam seperti Malaysia dan Indonesia bahkan saat ini bank islam sudah berdiri di sejumlah negara Barat. Jika praktek bank islam di awali di Mesir, salah satu kajian awal tentang bank islam juga ada di Mesir. Pada tahun 1964, Eissa Abdou, seorang professor di bidang commerce and economics di Ain Shams University, menulis buku kecil berjudul *Bonook Bela Fawa'ed*, yang berarti bank tanpa bunga.

### B. Perkembangan Bank Islam

Bank Islam yang pertama kali berdiri adalah Myt-Ghamr Bank, yang berdiri di Mesir pada tahun 1963. Namun karena persoalan politik, pada tahun 1967 Bank Islam Myt-Ghamr ditutup. Kemudian pada tahun 1971 di Mesir berhasil didirikan kembali Bank Islam dengan nama Nasser Social Bank, hanya tujuannya lebih bersifat sosial daripada komersil. Bank Islam pertama yang bersifat swasta adalah Dubai Islamic Bank, yang didirikan tahun 1975. Pada tahun 1977 berdiri dua bank Islam dengan nama Faysal Islamic Bank di Mesir dan Sudan. Dan pada tahun itu

pula pemerintah Kuwait mendirikan Kuwait Finance House. Sementara itu, Negara-negara Organisasi Konferensi Islam (OKI) di Jeddah tahun 1975 berhasil menyetujui rancangan pendirian Islamic Development Bank (IDB).

Sejak saat itu, bank-bank Islam bermunculan di Mesir, Sudan, negara-negara Teluk, Pakistan, Iran, Malaysia, Bangladesh, Turki, dan Indonesia. Perkembangan berikutnya, bank islam tidak hanya berdiri di negara yang mayoritas penduduknya beragama islam tetapi juga di negara-negara yang mayoritas penduduknya non muslim seperti Singapura dan Inggris. Menurut World Islamic Banking Competitiveness Report 2013–2014, nilai aset bank islam secara global adalah sekitar US \$ 1.7 trilyun dengan tingkat pertumbuhan rata-rata sebesar 17.6% per tahun selama empat tahun terakhir. Laporan tersebut juga menyatakan bahwa ada enam negara yang mereka namakan QISMUT (Qatar, Indonesia, Saudi Arabia, Malaysia, UAE and Turkey) ditambah Bahrain, yang telah dan akan memberi kontribusi besar bagi pertumbuhan perbankan islam. Enam negara tersebut dimasukkan dalam kategori negara dengan pertumbuhan pasar yang tinggi (Rapid Growth Market, RGM).

Kajian dan diskusi tentang ekonomi islam dan perbankan Islam di Indonesia dimulai pada awal periode 1980-an oleh sejumlah tokoh seperti Karnaen A Perwataatmadja, M Dawam Rahardjo, AM Saefuddin, dan M Amien Azis. Prakarsa lebih khusus mengenai pendirian Bank Islam di Indonesia baru dilakukan tahun 1990, dengan diselenggarakannya lokakarya Bunga dan Perbankan oleh Majelis Ulama Indonesia pada tanggal 18 – 20 Agustus di Bogor. Hasil lokakarya tersebut kemudian dibahas lebih mendalam pada Musyawarah Nasional IV MUI di Jakarta 22 – 25 Agustus 1990, yang menghasilkan amanat bagi pembentukan kelompok kerja pendirian bank Islam di Indonesia. Hasil kerja Tim Perbankan MUI tersebut adalah berdirinya PT Bank Muamalat Indonesia (BMI), yang sesuai akte pendiriannya, berdiri pada tanggal 1 Nopember 1991. Sejak tanggal 1 Mei 1992, BMI resmi beroperasi dengan modal awal sebesar Rp 106.126.382.000,-.

Undang-undang terkait dengan bank islam di Indonesia baru terbit tahun 1998, yaitu berupa Undang-undang No. 10 Tahun 1998 tentang Perubahan Atas Undang-undang No. 7 Tahun 1992 tentang Perbankan. Pada saat itu BMI merupakan satu-satunya bank umum syariah di Indonesia. Setelah itu muncul Bank IFI yang membuka cabang Syariah, Bank Syariah Mandiri yang merupakan konversi dari Bank Susila Bakti (BSB), anak perusahaan Bank Mandiri, serta pendirian lima cabang baru berupa cabang syariah dari PT Bank Negara Indonesia (BTN).

Pada saat ini, menurut Bank Indonesia lewat laporan Statistik Perbankan Syariah 2013, jumlah Bank Umum Syariah ada 11 bank dengan jumlah kantor sebanyak 1.950 kantor. Sementara bank umum konvensional yang membuka Unit Usaha Syariah ada 23 bank dengan kantor berjumlah 576. Selain itu juga ada Bank Pembiayaan Rakyat (BPR) syariah yang berjumlah 160 bank dengan kantor berjumlah 399 kantor.

### C. Akad dalam Bank Islam

Dalam menjalankan aktifitasnya, bank islam menggunakan sejumlah kontrak atau akad. Berikut ini jenis-jenis akad yang biasanya digunakan di bank islam.

**Tabel 3.1.** Jenis-Jenis Akad di Bank Islam

AKAD PERTUKARAN	AKAD SEWA	AKAD KERJASAMA	AKAD HIBAH	AKAD PENDUKUNG
<ul style="list-style-type: none"><li>• MURABAHAH</li><li>• BAI' BITAMMAN AJIL</li><li>• BAI' SALAM</li><li>• BA' ISTHISNA</li><li>• BAI' ISTIJAR</li><li>• BAI' INAH</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• IJARAH</li><li>• AL-IJARAH THUMMA AL BAI</li><li>• IJARAH MUNTAHIA BITTAMLIK</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• MUDHARABAH</li><li>• MUSYARAKAH</li><li>• MUSAQAT</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• HIBAH</li><li>• QORD</li><li>• IBRA</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• KAFALAH</li><li>• RAHNU</li><li>• HIWALAH</li><li>• WAKALAH</li><li>• WADIAH</li><li>• JUALAH</li></ul>

#### 1. Akad Pertukaran

Akad pertukaran atau akad jual beli (bai') mungkin merupakan akad yang paling banyak dipakai dalam bisnis, termasuk bank. Dalam akad ini akan terjadi perpindahan hak kepemilikan obyek yang diperjualbelikan dari penjual kepada pembeli dengan membayar pada harga yang sudah ditentukan atau dengan menyerahkan barang lain sebagai barang yang dipertukarkan, misal dalam kasus barter. Ada beberapa jenis akad pertukaran yang akan diuraikan di bawah ini.

##### a. Murabahah

Akad atau kontrak murabahah adalah jual beli barang halal dimana penjual menetapkan harga jual berdasarkan harga pokok dan margin keuntungan yang diinginkan. Penjual harus memberitahukan kepada pembeli berapa harga pokok dari barang tersebut, dengan demikian pembeli juga akan tahu berapa margin yang diambil oleh penjual. Pembayaran dalam akad murabahah dapat dilakukan secara tunai atau secara kredit, meskipun pada umumnya pembayaran dilakukan secara kredit.

Bank Islam sering menggunakan akad ini dalam menyalurkan dana pembiayaan, bahkan akad murabahah ini merupakan akad yang paling dominan. Pembiayaan konsumtif kepada perorangan dapat memakai akad ini. Misal, ada seseorang yang ingin membeli mobil, maka dia dapat menghubungi bank islam dengan memilih menggunakan akad murabahah. Orang tersebut akan meminta ke bank agar dibelikan mobil dengan merk dan model/tipe yang dia pilih. Kemudian bank akan membelikan mobil tersebut ke dealer mobil, dan kemudian mobil tersebut dijual kepada orang yang memesan tadi dengan mengambil keuntungan yang disepakati keduabelah pihak. Akad murabahah yang didahului dengan pemesanan oleh pihak pembeli ini biasa dinamakan Murabahah to Purchase Orderer (MPO) (Murabaha lil 'amri bil Shira atau 'Murabaha li Wa'da bi Shira)



MPO banyak digunakan oleh bank karena sejumlah alasan berikut. Pertama, bank islam tidak ingin melakukan aktifitas seperti pedagang yang harus memiliki persediaan. Dengan memesan terlebih dahulu maka bank tidak perlu membuat persediaan untuk barang-barang yang akan diperjualbelikan. Kedua, barang yang dibutuhkan oleh nasabah sangat beragam sehingga sulit bagi bank untuk menentukan barang apa yang akan dibeli. Dengan menunggu pesanan, bank tidak perlu menentukan barang yang harus dibeli. Ketiga, nasabah bisa jadi menginginkan barang yang lebih spesifik, misal tentang warnanya, sehingga meskipun yang disediakan barangnya sama tetapi karena warnanya berbeda maka nasabah tidak mau. Keempat, peraturan yang memang melarang bank melakukan aktifitas perdagangan layaknya perusahaan dagang.

Menurut Al-Marghinani, seperti dikutip oleh Muhammad Ayub (2007), murabahah mestinya dilakukan dalam kondisi tertentu. Kondisi itu adalah untuk menghindari pembeli yang tidak berpengalaman dari kecurangan yang dilakukan oleh penjual pada transaksi perdagangan biasa (musawamah) dimana pembeli harus melakukan negosiasi dengan penjual. Demi terhindar dari kecurangan tersebut, maka pembeli menggunakan perantara dimana perantara ini akan menjual barang di atas harga aslinya. Ketika pembeli sudah berpengalaman, mestinya dia tidak perlu lagi menggunakan akad murabahah karena dengan akad musawamah maka harga yang harus dibayar akan lebih murah.

b. Bai' bithaman ajil

Bai' bithaman ajil (BBA) atau bai' muajjal adalah akad jual beli dengan pembayaran tunda. Dengan demikian BBA tidak lain adalah penjualan kredit. Pembayaran bisa diangsur, misal bulanan, atau dibayar sekaligus pada saat yang disepakati pada masa yang akan datang. BBA ini mirip dengan murabahah yaitu penjual atau bank menjual sebuah barang dengan mengambil margin, namun di BBA, penjual tidak berkewajiban memberitahu berapa harga beli maupun margin keuntungan yang diambil.

Menurut Muhammad Ayub, penjualan kredit ini tidak diterima oleh semua mazhab dalam islam, namun mayoritas mazhab menerimanya. Penjualan barang secara kredit yang harganya berbeda dengan ketika dijual tunai adalah yang menjadi pangkal permasalahan. Selisih harga kredit dan harga tunai ada yang menganggap tidak riba tetapi ada yang berpendapat mirip dengan riba. Alasan yang menganggap tidak riba adalah karena pertukaran terjadi antar sesuatu yang berbeda yaitu antara barang dengan uang, sehingga tambahan tidak dianggap riba. Sedangkan dalam kasus hutang, pertukaran adalah antara uang dengan uang sehingga tambahannya termasuk kategori riba. Disamping itu, dalam kasus hutang yang berbunga, bunga tidak akan berubah apapun kondisi yang nanti akan terjadi sehingga pihak peminjam selalu dalam kondisi dirugikan. Dalam kasus penjualan kredit, penjual akan memiliki dua kemungkinan yaitu merasa untung atau

rugi. Jika harga barang cenderung naik pada saat pembayaran maka dia akan merasa rugi tetapi jika harga barang cenderung turun maka dia akan merasa untung. Dengan demikian, penjual masih menanggung risiko. Hal yang sama juga berlaku untuk pembeli meskipun dengan kondisi untung-rugi yang sebaliknya.

c. Bai' salam

Bai' salam adalah kontrak jual beli dimana pembeli melakukan pembayaran di depan dan nanti pada saat yang ditentukan barang akan dikirim. Jadi bai' salam berlawanan dengan BBA, karena BBA pembeli menerima barang dahulu baru membayar belakangan sedangkan bai' salam pembeli membayar terlebih dahulu baru menerima barang belakangan. Akad bai' salam biasanya dilakukan dalam jual beli produk pertanian, dan untuk kasus pembiayaan di bank islam merupakan bentuk pembiayaan untuk para petani. Petani akan menerima uang terlebih dahulu dan uang tersebut dapat digunakan untuk membeli benih dan pupuk serta untuk membayar tenaga. Setelah panen, bank akan menerima hasil panen dan kemudian menjualnya ke pasar sehingga bank akan menerima uangnya kembali.

Ketentuan umum tentang akad jual beli yang sah adalah barang yang diperjualbelikan harus sudah tersedia. Namun ketentuan ini ada perkecualiannya yaitu untuk kasus akad ba'i salam dan bai' istishna. Muhammad Ayub menjelaskan bahwa pada saat nabi Muhammad s.a.w hijrah ke Madinah, di sana ditemui banyak masyarakat yang membeli buah atau kurma dengan pembayaran di muka dan penyerahan kurmanya adalah satu, dua, atau tiga tahun yang akan datang. Namun dalam jual beli tersebut tidak ditetapkan kuantitas, kualitas, dan kapan kepastian penyerahan akan dilakukan. Maka kemudian nabi Muhammad s.a.w. memerintahkan agar dalam transaksi tersebut ditetapkan tentang berapa kilogram kurma yang akan diserahkan (kuantitas), jenis (kualitas) kurmanya, dan kapan penyerahannya.

Faktor ekonomi dari aktifitas/jual beli salam ini pada zaman nabi menurut Muhammad Ayub cukup besar berdasarkan argumentasi berikut. Pertama, periode salam yang berkisar antara satu hingga tiga tahun menunjukkan bahwa nilai transaksi cukup besar dan bisa jadi mencakup kebun yang cukup luas. Kedua, melihat besarnya transaksi maka tidak mungkin pembeli akan menggunakannya sendiri jadi pembelinya adalah seorang pedagang. Ketiga, melihat popularitas dan banyaknya transaksi, maka dapat diyakini bahwa harga yang disepakati memang sudah mencerminkan tingkat produksi (supply) dan konsumsi (demand) dari kurma pada masa yang akan datang. Keempat, melihat waktu penyerahan yang sampai dengan tiga tahun maka ada kemungkinan bahwa dana yang diterima juga harus digunakan untuk keperluan investasi seperti memperluas lahan, tidak sekedar untuk modal kerja.

Akad bai' salam menguntungkan pihak penjual/petani karena mereka akan mendapat dana untuk membiayai produksi tanamannya tanpa harus membayar bunga seperti kalau petani harus berhutang ke bank. Disamping itu, petani tidak perlu mengeluarkan biaya pemasaran karena tanaman yang akan dihasilkan sudah ada pembelinya. Dengan demikian, biaya yang dikeluarkan petani lebih rendah. Akad bai' salam juga menguntungkan pembeli karena sebagai pedagang mereka sudah akan terjamin pasokan barang dagangannya. Disamping mendapat harga yang relatif murah karena membeli dengan membayar uang dimuka, pembeli juga terhindar dari risiko kenaikan harga pada masa yang akan datang. Ini merupakan aktifitas *hedging* terhadap harga barang dagangan. Secara ekonomi, aktifitas salam telah dapat mengendalikan kenaikan harga.

Supaya akad bai' salam sah maka harus memenuhi syarat terkait dengan subjek yang diperdagangkan. Subyek harus sesuatu yang dapat diukur kuantitas dan kualitasnya secara relatif mudah. Ada standar yang dapat dinilai oleh kebanyakan orang. Produk pertanian biasanya memenuhi persyaratan ini meskipun produk selain pertanian juga dapat memenuhi syarat ini.

d. Bai' Istisna

Bai' istisna adalah akad jual beli dengan penyerahan barang dibelakang seperti halnya bai' salam, jadi barang belum ada saat akad jual beli. Barang yang dibeli dalam akad istisna adalah barang yang memerlukan proses pembuatan atau pembangunan, seperti produk meubel, rumah atau produk manufaktur yang lain, tetapi penjual tidak harus mengerjakan sendiri pembuatan barang yang dipesan. Namun jika barang yang akan dijual sudah ada (sudah jadi), maka ini tidak boleh menggunakan akad istisna. Produk manufaktur tersebut dapat berupa barang yang biasa ada di pasaran tetapi juga dapat berupa barang khusus yang langka di pasaran.

Dalam proses membuat barang yang dipesan, pihak penjual harus menyediakan tenaga dan bahan bakunya sendiri. Jika bahan baku sudah disediakan oleh pembeli, dan penjual tinggal mengerjakan pembuatannya, maka ini juga tidak termasuk istisna tetapi masuk kategori upah (upah). Namun, untuk kasus membangun rumah di tanah yang dimiliki oleh pembeli, masuk dapat masuk kategori istisna karena proses pembaguan rumah itu sendiri sudah masuk kategori istisna. Pada saat akan dibuat, harga, spesifikasi barang, dan tanggal penyerahan barang harus sudah ditetapkan. Namun jika dalam perkembangan, atas kesepakatan dan kemanfaatan kedua belah pihak, harga dapat disesuaikan jika ada spesifikasi tertentu yang diubah. Penentuan harga dalam akad istisna tidak boleh menggunakan dasar biaya ditambah margin sebagaimana dalam murabahah. Ini karena dalam akad istisna, biaya belum dapat diketahui dengan pasti karena barang belum dibuat. Dalam akad istisna, pembayaran dapat dilakukan di depan semua atau diangsur menurut kesepakatan sesuai

dengan tingkat penyelesaian barang yang dipesan. Pembatalan akad dapat dilakukan sebelum pihak penjual membuat barang yang dipesan, tetapi ketika barang sudah dikerjakan, maka pembatalan harus atas kesepakatan dua belah pihak.

Jika bank menggunakan akad bai' istisna maka, seperti dalam akad bai' salam, bank dapat berperan sebagai pembeli dan setelah barang yang dibeli jadi maka kemudian barang tersebut dijual. Penjualan dapat dilakukan ke pasar dimana pembeli tidak ditentukan sebelumnya atau penjualan juga dapat dilakukan kepada pihak tertentu yang memang ingin (memesan) barang tersebut. Dengan demikian bank melakukan aktifitas paralel sebagai pembeli dan disusul menjadi penjual dari obyek barang yang diakadkan. Dalam hal ada penundaan penyerahan barang, pembeli dapat memberi pinalti kepada penjual kecuali jika penyebabnya adalah adanya kejadian yang tidak biasa (*force majeure*).

e. Bai' Istijrar

Akad bai' istijrar adalah akad kesepakatan antara pembeli dan supplier (penjual) dimana supplier setuju untuk mengirim suatu produk dengan jadwal tertentu secara periodik dengan harga yang disepakati. Jadi di sini ada kesepakatan jual beli yang berulang secara periodik. Syarat dan ketentuan dalam bai' istijrar merujuk kepada ketentuan jual beli yang normal dan dapat dilakukan pembayaran tunai atau kredit. Akad bai' istijrar dapat digunakan dalam kontrak bisnis antara pabrikan atau distributor dengan toko retail. Pabrikan atau distributor akan mengirim barang dagangan satu bulan sekali dan pemilik toko retail, misal, akan melakukan pembayaran satu bulan setelah barang dikirim, yaitu saat pengiriman barang berikutnya. Pola konsinyasi dapat juga digunakan dalam akad ini.

f. Bai' Inah

Akad bai' inah adalah akad dimana seseorang menjual barangnya secara tunai kepada orang lain dan kemudian membelinya kembali dengan pembayaran secara kredit dengan harga yang lebih tinggi. Praktek ini banyak dilakukan untuk pendaan tunai di Malaysia dan pemakaian kartu kredit. Ketika seorang pemegang kartu kredit ingin membeli sebuah barang, maka bank akan membeli barang itu dengan tunai dan kemudian menjualnya kembali kepada pemegang kartu kredit dengan harga yang lebih tinggi dan pemegang kartu kredit akan membayarnya pada masa yang akan datang. Sebenarnya, mayoritas madzhab dalam hukum islam melarang bai' inah ini karena transaksi jual beli yang dilakukan hanyalah transaksi semu. Alternatif yang lebih diterima adalah *tawarruq*. *Tawarruq* adalah aktifitas yang mirip dengan bai' inah namun dilakukan oleh tiga pihak. Pihak pembeli tidak menjual barang ke pihak yang menjual pertama tetapi menjualnya ke pihak ketiga.

## 2. Akad Ijarah

Ijarah berasal dari kata al-'Ajr yang berarti kompensasi, pengganti, atau nilai pengganti. Sebagai sebuah akad, ijarah merujuk pada aktifitas menyewa suatu aset (misal; bangunan, mesin, atau peralatan) untuk mengambil manfaat dari memakainya. Disamping itu, ijarah juga merujuk pada kontrak untuk mempekerjakan seseorang dengan mendapatkan upah tertentu. Menurut Muhammad Ayub ada lima inti dalam akad ijarah. Pertama adalah ijarah adalah sebuah akad. Seperti akad (kontrak) yang lain, pihak yang terlibat harus memahami isinya. Pihak yang menyewakan (lessor) menyediakan aset untuk dimanfaatkan dengan imbalan uang sewa. Pihak penyewa (lessee) berhak memanfaatkan atau menggunakan aset hanya untuk tujuan yang disepakati dalam akad dengan membayar biaya sewa. Penyewa bertanggungjawab atas kerusakan atau kehilangan aset jika terjadi karena kelalaiannya namun tidak dapat dimintai penggantian jika penyebabnya adalah faktor diluar kendalinya.

Kedua, pemanfaatan aset dapat dipindahkan. Ijarah dan bai' (jual beli) ada kesamaannya yaitu keduanya ada sesuatu yang dipindahtangankan yaitu pemanfaatan aset. Bedanya, dalam jualbeli, selain pemindahan pemanfaatan juga ada pemindahan kepemilikan sementara dalam ijarah hanya ada pemindahan pemanfatan. Ketiga, terkait dengan hal yang disewakan. Ada dua hal yang bisa disewakan yaitu properti atau aset seperti rumah atau kendaraan dan pekerja seperti pekerjaan seorang dokter, insinyur, atau penjahit. Dalam kasus yang pertama, pihak yang menyewakan akan mendapat pembayaran sewa atas barang yang disewa sementara pada kasus yang kedua pekerja akan mendapat upah atas pekerjaannya. Ada penulis yang menambahkan satu kelompok lagi yaitu menyewakan binatang. Jika aset yang disewakan adalah sebuah faktor produksi maka aset tersebut tidak boleh mengubah fisik atau keaslian dari aset karena aset tersebut digunakan. Aset tersebut harus seperti sawah yang disewakan, setelah selesai ditanam dan dikembalikan ke pemiliknya, maka kondisi sawah tetap seperti kondisi sebelumnya.

Dalam praktek dikenal ada dua modifikasi dalam ijarah yaitu *Al-ijarah thumma al-bai* dan *Ijarah muntabia bittamleek*. *Al-ijarah thumma al-bai* merupakan kombinasi antara kontrak sewa dan kontrak jualbeli. Dalam kontrak ini, penyewa menyewa barang dari pemilik barang dengan biaya sewa tertentu hingga periode/tahun tertentu. Setelah selesai masa sewa, mereka kemudian melakukan kontrak jual beli untuk membeli barang yang disewa dengan harga yang disepakati. Sementara *Ijarah muntabia bittamleek* adalah kontrak ijarah yang memasukkan janji bahwa pemilik akan mentransfer kepemilikan barang kepada penyewa baik pada akhir periode sewa atau sebelum berakhirnya masa sewa. Pada awal kontrak ijarah, pemilik barang dapat berjanji (bukan membuat kontrak) untuk menjual atau menghadiahkan barang yang disewa kepada pihak penyewa. Dalam syariah, tidak boleh ada aktifitas sewa-menyewa dan jual beli yang ada dalam satu kontrak. Karena bentuknya janji, bukan kontrak, maka

hanya pihak pemilik barang yang berkewajiban untuk memenuhi janji tersebut, sementara pihak penyewa dapat saja menolak janji untuk membeli atau menerima hadiah barang tersebut.

### 3. Akad Hibah dan yang Sejenis

Akad ini berkaitan dengan aktifitas kedermaan atau santunan yang dilakukan oleh bank. Berikut sejumlah akad kedermaan yang dapat dilakukan bank islam.

#### a. Hibah

Hibah adalah hadiah yang diberikan oleh bank tanpa perlu imbalan apapun. Hibah merupakan transfer kepemilikan sebuah aset tanpa pembayaran apapun. Setelah hibah diberikan, si pemberi tidak dapat memintanya kembali kecuali atas kerelaan orang yang menerima hibah tersebut. Contohnya, hibah yang diberikan oleh bank kepada penabung sebagai penghargaan karena telah menyimpan uangnya selama beberapa waktu di bank.

#### b. Qord

*Qord* adalah pinjaman tanpa bunga yang diberikan atas dasar kebaikan atau kedermawanan bank. Peminjam hanya perlu mengembalikan pokok pinjaman saja sesuai dengan waktu yang ditentukan. Meskipun demikian, peminjam dapat memberikan tambahan pembayaran atas inisiatif sendiri dan tidak ditetapkan dimuka. Pinjaman ini biasanya diberikan kepada nasabah bank yang mengalami kesulitan keuangan.

*Qord* dalam bahasa Arab artinya 'memotong'. Ini karena dalam qord, sebuah aset 'dipotong' atau ditransfer kepemilikannya kepada peminjam. Secara hukum, qord berarti memberikan kepemilikan atas sesuatu yang berharga sehingga si penerima dapat memanfaatkannya dengan syarat bahwa barang yang sama atau sejenis akan dikembalikan kepada si pemberi ketika diminta atau pada suatu waktu yang ditetapkan. Pengembalian barang adalah kewajiban dari si peminjam. Pinjaman qord dikembalikan saat si pemberi memintanya, sementara pinjaman yang waktu pengembaliannya sudah ditentukan dinamakan salaf. Pinjaman qord sering juga dinamakan qord al Hasan yang berarti memberikan pinjaman untuk kebaikan.

#### c. Ibra

*Ibra* terjadi ketika bank membatalkan haknya untuk mengambil pembayaran kepada seorang peminjam. Perhitungan *ibra* atau rabat ini dilakukan berdasarkan syarat dan ketentuan yang tertera dalam kontrak.

### 4. Akad Kerjasama

Akad kerjasama yang menekankan pentingnya pembagian secara adil terkait dengan pendapatan dan risiko sangat ditekankan dalam keuangan islam. Ada

beberapa pilihan bentuk (*akad*) kerjasama yang dapat dilakukan untuk mendorong nilai tambah, yang secara detail akan dijelaskan di bawah ini.

a. *Mudharabah*

Mudharabah adalah salah satu bentuk kerjasama (*shirkah*) dimana seorang atau sekelompok investor memberi modal kepada seorang agen atau manajer yang harus menjalankan suatu bisnis. Laba dari bisnis tersebut akan dibagi menurut ketentuan yang sudah disepakati sebelumnya. Sementara jika bisnis mengalami kerugian, maka kerugian hanya ditanggung oleh investor saja. Bentuk kerugian adalah berkurangnya modal yang dimiliki oleh investor. Sementara, agen (*mudharib*) mengalami kerugian dalam bentuk usaha dan waktu yang sudah dilakukan yang tidak menerima imbalan. Dalam kontrak mudharabah tidak ada batasan tentang berapa orang yang menjadi investor, begitu juga tidak ada batasan untuk jumlah orang yang menjadi agen.

Dalam akad mudharabah, jumlah laba tidak boleh bersifat tetap atau sebesar persentase tertentu dari modal yang disetor. Jika ada ketidakjelasan terkait dengan modal atau rasio dari profit maka akad menjadi tidak sah. Jika akad tidak sah, maka mudharib hanya akan digaji dengan upah yang wajar atas pekerjaan yang sudah dilakukan namun tidak memperoleh bagian laba.

Dalam buku-buku fiqh, istilah mudharabah sering dipakai secara bergantian dengan istilah qirad dan muqaradah. Ada yang mengatakan bahwa istilah qirad dan muqaradah berasal dari wilayah Hijaz sementara mudharabah berasal dari wilayah Iraq. Disamping itu, istilah qirad dan muqaradah banyak dipakai dalam madzhab Maliki dan Syafi'i, sementara istilah mudharabah banyak dipakai oleh madzhab Hanafi. Muhammad Ayub mengutip Al-Sarakhsi menyatakan bahwa istilah mudharabah diturunkan dari frasa 'melakukan perjalanan' karena agen atau mudharib mendapat laba karena kerja dan usahanya. Mudharib adalah partner investor dalam perjalanan menggunakan modal untuk mendapatkan laba. Istilah mudharabah juga berkaitan dengan Alqur'an surat Al Muzzammil ayat 20; dan orang-orang yang berjalan di muka bumi mencari sebagian karunia Allah (*wa akhoruuna yadhribuna fil ardli yabtaghuuna min fadhlihillahi*)

Terkaitan dengan dibolehkannya mudharabah, Muhammad Ayub merujuk pada Al-Marghinani yang menyatakan bahwa "Tidak ada perbedaan pendapat tentang legalitas dari Qirad. Praktek tersebut telah ada sebelum periode Islam dan Islam membenarkannya. Mereka setuju bahwa ciri dari bisnis mudharabah adalah bahwa seseorang memberi modal kepada orang lain dan menggunakannya dalam bisnis. Pengguna modal, berdasarkan kondisi tertentu, akan memperoleh bagian sebesar porsi tertentu seperti sepertiga, seperempat, atau setengah". Pola bisnis mudharabah adalah pola yang saling menguntungkan. Pemilik modal

barangkali tidak memiliki kemampuan untuk menjalankan bisnis, seperti melakukan perjalanan untuk berdagang, sementara ada orang yang punya kemampuan untuk berdagang namun tidak memiliki modal. Dengan bekerjasama, maka mereka berdua dapat memperoleh manfaat secara bersama-sama.

Mudharabah dapat bersifat multilateral. Misal, akadnya adalah antara beberapa orang yang memberikan dana dengan satu orang yang menjalankan atau sebaliknya satu orang pemberi modal dengan beberapa orang yang menjalankan bisnis. Akad mudharabah juga memungkinkan penerima dana (mudharib) untuk mengalihkan pekerjaan menjalankan bisnisnya kepada orang lain asal atas persetujuan pihak yang member dana. Ini dinamakan sub-mudharabah. Seperti akad bisnis yang lain, akad mudharabah juga hanya boleh dilakukan jika syarat-syarat sahnya akad terpenuhi, seperti tidak terkait dengan bisnis yang diharamkan.

Menurut Muhammad Ayub, modal untuk akad mudharabah sebaiknya berupa uang karena jika dalam bentuk komoditas maka ada kemungkinan terjadi ketidakpastian terkait dengan nilainya. Jika modal berupa komoditas atau asset tidak likuid yang lain, maka nilainya harus sudah disepakati sebelum akad mudharabah. Modal mudharabah juga tidak boleh berupa hutang dari mudharib atau pihak lain yang kemudian dikonversi menjadi modal. Pemberi modal juga tidak boleh memberikan dua jenis modal yang berbeda kemudian menetapkan bahwa keuntungan dari modal yang pertama diberikan kepada mudharib dan keuntungan dari modal kedua diberikan kepada pemodal atau sebaliknya. Juga tidak boleh menetapkan keuntungan berdasarkan periode, misal pada bulan pertama menjadi keuntungan pemodal, bulan berikutnya mudharib, bulan berikutnya lagi pemodal dan seterusnya.

Menurut mayoritas ulama, pemberi modal dalam akad mudharabah tidak diperbolehkan untuk ikut mengelola atau menjalankan bisnis. Dia tidak boleh ikut melakukan pembelian atau penjualan barang yang diperdagangkan atau menjadi supplier atau pembeli dari barang yang diperdagangkan. Namun, pemodal berhak untuk mengawasi untuk memastikan agar mudharib menjalankan dengan jujur dan efisien. Hanya madzhab Hambali dan sebagian penganut madzhab Hanafi yang membolehkan pemodal ikut menjalankan bisnis. Pertimbangannya karena pemodal bias jadi sebetulnya dapat menjalankan sebagian aktifitas bisnis namun tidak dapat menjalankan semuanya, sehingga dia meminta orang lain untuk menjalankan aktifitas yang tidak dapat dia kerjakan. Dengan ikut bekerja, maka pemodal akan lebih mudah untuk mengawasi mudharib agar bekerja dengan baik.

Dalam akad mudharabah, mudharib tidak boleh menerima gaji atau imbalan atas pekerjaan menjalankan bisnis. Dia hanya berhak mendapat bagian laba dari bisnis tersebut. Meskipun demikian, Iman



Ahmad memperbolehkan mengambil dana bisnis untuk keperluan sehari-hari seperti untuk makan dan minum.

Mudharabah bukan merupakan akad yang mengikat, artinya pihak yang mengikat kontrak dapat menghentikan kontrak secara sepihak kecuali karena dua hal. Pertama, pada saat mudharib sudah mulai menjalankan bisnis, maka kontrak akan mengikat hingga saat bisnis selesai. Kedua, saat kedua belah pihak sudah sepakat tentang durasi kontrak maka kontrak akan mengikat sesuai dengan duarsi tersebut kecuali ada kesepakatan bersama untuk menghentikan. Pada saat akad selesai, mudharib harus diberi waktu untuk menjual asset-asset yang tidak likuid sehingga jumlah laba yang sebenarnya dapat diketahui.

b. *Musyarakah*

Musyarakah adalah juga salah satu bentuk shirkah sebagaimana mudharabah. Jenis shirkah sendiri ada dua yaitu *shirkatulmilk* dan *shirkatul'aqd*. *Shirkatulmilk* adalah kepemilikan bersama atas suatu asset yang biasanya tidak bermotif laba. Asal usul asset dapat karena mereka membeli, mendapat hadiah, atau kemungkinan lainnya. Mereka dapat menggunakan asset tersebut bersama-sama atau sendiri-sendiri. Kadangkala asset tersebut tidak dapat dipecah sehingga penggunaannya harus bersama-sama. Sedangkan *shirkatul'aqd* merupakan kerjasama bisnis dengan tujuan mencari laba.

*Shirkatul'aqd* merupakan bentuk shirkah yang utama, yang dibentuk oleh adanya penawaran dan penerimaan dan ini diaplikasikan di banyak kasus dalam bisnis modern. Standar AAOIFI mendefinisikan *shirkatul'aqd* sebagai kesepakatan antara dua atau lebih orang untuk menggabungkan asset, tenaga, dan kewajiban mereka, dengan tujuan menghasilkan laba. Akad *shirkatul'aqd* kemudian dapat dibedakan menjadi (1) *shirkatulamwal*, dimana semua pihak menginvestasikan modal dalam sebuah perusahaan bisnis dan menjadikan perusahaan tersebut milik bersama sesuai dengan porsi kepemilikan masing-masing, (2) *shirkatula'mal*, dimana sejumlah pihak melakukan sejumlah pekerjaan jasa untuk konsumennya dan kemudian mereka membagi *fee*-nya sesuai dengan kesepakatan, dan (3) *shirkatulwujub* dimana dua orang bersepakat membeli sebuah barang bersama-sama secara kredit kemudian menjualnya. Kewajiban masing-masing pihak untuk membayar barang ditetapkan dengan rasio tertentu sebagai hutangnya. Iman Syafi'i tidak memperbolehkan akad terakhir ini, sementara Imam Maliki membolehkan asalkan ada kejelasan tentang kewajiban masing-masing sebelum akadnya efektif.

Disamping itu, ada juga yang mengkategorikannya menjadi *shirkah-al-mufawadah* dan *shirkah al'Inan*. *Shirkah-al-Mufawadah* adalah kontrak kerjasama antara dua orang yang memiliki kesamaan terkait dengan properti, hak-haknya, dan pendekatan keagamaannya. Kerjasama ini agak sulit dijalankan karena keduanya harus membagi semua hal secara sama

persis sehingga kemungkinan terjadinya akad ini sangat jarang. Yang mendukung akad jenis ini hanya Imam Hanafi sementara Imam yang lain tidak mendukung. Sedangkan *shirkah al'inan* adalah kerjasama dua atau lebih orang untuk mengumpulkan modal dalam rangka menjalankan suatu bisnis. Mereka yang berkerjasama dapat ikut terlibat dalam pengelolaan bisnis atau tidak terlibat. Bentuk kerjasama ini lebih cocok dengan konsep kerjasama dalam bisnis modern.

Jadi apa perbedaan antara musyarakah dan mudharabah? Muhammad Ayub mengidentifikasi ada 7 perbedaan, yaitu:

- 1) Dana investasi di Musyarakah berasal dari seluruh partner sementara di Mudharabah dana berasal dari satu kelompok partner dan kelompok lain yaitu mudharib tidak ikut berinvestasi
- 2) Dalam musyarakah seluruh partner boleh berpartisipasi dalam mengelola bisnis sementara di mudharabah, pemberi dana tidak boleh ikut mengelola atau menjalankan bisnis. Meskipun ada madzhab yang membolehkan pemberi dana juga ikut menjalankan bisnis.
- 3) Dalam musyarakah, semua pihak akan menanggung kerugian sesuai dengan porsi investasinya. Sementara dalam mudharabah yang menanggung kerugian hanya penyandang dana. Kecuali jika mudharib melakukan kelalaian atau ketidakjujuran dalam menjalankan bisnis maka dia juga harus menanggung kerugian akibat kelalaiannya tersebut.
- 4) Kewajiban semua partner dalam musyarakah adalah tidak terbatas. Kecuali jika semua partner sepakat ada satu partner yang akan menanggung kewajiban maka ketika ada kejadian dimana kewajiban perusahaan melebihi nilai asetnya maka partner tersebut yang akan menanggungnya. Sementara dalam mudharabah, kewajiban penyandang dana adalah terbatas yaitu sebesar modal yang disetor, kecuali dia mengizinkan mudharib untuk berhutang atas nama dirinya.
- 5) Dalam musyarakah, laba dapat didistribusikan dalam periode tahunan, kuartalan, atau bulanan dengan cara melakukan penilaian terhadap asset-nya pada akhir periode yang ditetapkan. Dalam mudharabah, distribusi laba final hanya dapat dilakukan setelah bisnis berakhir. Untuk menghindari masalah dalam model mudharabah perpetual, para ulama membolehkan penggunaan konsep likuidasi asset secara bertahap (*constructive liquidation of assets*) dengan cara melakukan penilaian terhadap asset perusahaan yang tidak likuid. Setelah digabungkan dengan nilai pasar asset yang likuid maka diketahui nilai perusahaan secara total yang akan dijadikan sebagai dasar likuidasi pada setiap tahapnya.
- 6) Dalam musyarakah, semua asset menjadi milik bersama dari semua partner sesuai dengan porsi investasinya. Oleh karena itu setiap partner dapat memperoleh keuntungan dari kenaikan nilai dari asset

tersebut, meskipun labanya bukan berasal dari penjualan aset. Dalam mudharabah, semua barang/aset yang dibeli oleh mudharib adalah sepenuhnya milik penyandang dana (rabbul maal). Mudharib hanya berhak atas keuntungan ketika dia menjual barang tersebut dan memperoleh laba dari penjualan barang/aset tersebut.

- 7) Ketika bisnis mudharabah ditutup, aset dan laba hanya dapat didistribusikan jika semuanya telah dinilai dalam satuan uang. Dalam kasus musyarakah, tidak ada ketentuan bahwa aset dan laba harus dinyatakan dalam satuan uang terlebih dahulu untuk dapat didistribusikan.

## 5. Akad Pendukung

Selain akad-akad utama seperti telah dijelaskan di atas, dalam aktifitas bank islami juga terdapat sejumlah akad pendukung. Berikut ini adalah akad-akad tersebut.

### a. *Kafalah*

Akad kafalah adalah kontrak dalam bentuk jaminan atau garansi. Bank dapat memberikan jaminan kepada sebuah perusahaan terkait dengan pembayaran yang harus dilakukan perusahaan tersebut kepada pihak lain.

### b. *Rahnu*

Akad rahnu atau pembiayaan pegadaian adalah kesepakatan dimana sebuah aset berharga dijadikan sebagai jaminan untuk pembayaran sebuah kewajiban. Jika pihak yang berkewajiban membayar tidak dapat memenuhi kewajibannya maka pemberi pendanaan dapat menjual aset yang dijaminkan tadi untuk melunasi kewajiban. Kelebihan nilai jual aset atas kewajiban harus diserahkan kepada pihak yang berhutang.

### c. *Hiwalah*

Hiwalah adalah jasa untuk mentransfer dana dari seorang nasabah kepada nasabah lain. Atas jasa ini bank akan menerima imbalan atau komisi. Dalam perdagangan internasional, jasa ini biasa dilakukan untuk menyelesaikan transfer antar buku pihak-pihak yang bertransaksi.

### d. *Wakalah*

Wakalah adalah bertindak mewakili pihak lain. Bank dapat bertindak sebagai wakil atau atas nama nasabah untuk melakukan transaksi dan untuk itu bank akan mendapat fee.

### e. *Wadi'ah*

Akad wadi'ah adalah akad untuk menjaga barang atau dana. Nasabah yang berniat untuk menyimpan uang atau barangnya dapat menggunakan akad ini dengan bank. Akad ini dijalankan berbasis kepercayaan, sehingga bank wajib menjamin keamanan dan sekaligus ketersediaan dana atau barang tersebut jika sewaktu-waktu diambil nasabah baik sebagian atau

seluruhnya. Dalam akan *wadiah*, nasabah tidak menerima bagian laba dari uangnya yang disimpan tetapi bank boleh memberikan *hibah* sebagai penghargaan atas kepercayaan nasabah menyimpan uangnya di bank.

f. *Jualah*

Akad jualah adalah akad unilateral untuk mengerjakan sebuah tugas. Pelaksana tugas akan mendapat gaji untuk pekerjaan tersebut. Dalam perbankan, bank dalam memberikan jasa atau pekerjaan yang diinginkan nasabah akan membebani biaya atau komisi atas jasa tersebut.

#### D. Sumber dana Bank Islam

Bank islam adalah institusi keuangan yang mencari dana dari masyarakat sebagaimana bank konvensional namun bank islam tidak memberi bunga atas dana yang ditempatkan. Sumber dana bank islam meliputi investasi dari pemegang saham, rekening giro, rekening tabungan, dan rekening investasi baik yang bersifat umum maupun yang khusus. Berikut ini penjelasan dari masing-masing sumber dana tersebut.

1. Dana dari Pemegang Saham

Pemegang saham baik sebagai pendiri, pemegang kendali maupun investor public menyetor dana ke bank sebagai modal bank. Pola akad dari modal yang disetor pada umumnya akad musyarakah. Dengan akad ini, pemegang saham akan memperoleh bagian laba atau rugi dengan rasio atau nisbah yang sudah ditetapkan sebelumnya. Dana yang berasal dari pemegang saham ini biasanya digunakan untuk mendanai pengadaan aktiva tetap dan sebagai cadangan ketika bank mengalami kerugian.

2. Rekening Tabungan wadiah

Rekening Tabungan wadiah (*wadiah saving account*) adalah akad wadiah antara penabung dan bank. Aktifitasnya meliputi (1) penabung menandatangani kontrak dengan bank dan menempatkan sejumlah uang, (2) bank diijinkan untuk menggunakan uang tersebut, (3) bank menggunakan dana untuk investasi atau pendanaan, (4) bank memperoleh laba dari investasi atau pendanaan, dan (5) bank memberikan *hibah* kepada penabung yang besarnya diserahkan sepenuhnya pada bank namun besarnya hibah tidak dijanjikan di depan. Besar hibah dapat dikaitkan dengan laba yang diperoleh bank atas pemanfaatan dana tabungan tersebut dan dibayarkan secara periodik. Penabung mendapat jaminan terhadap keamanan dana yang ditabung dan uang dapat sewaktu-waktu diambil oleh penabung.

3. Rekening Giro Wadiah

Rekening giro wadiah hampir sama dengan tabungan wadiah namun lebih fleksibel dalam penyetoran maupun pengambilan dana sehingga cocok untuk kegiatan bisnis. Pengambilan dana dari rekening giro menggunakan cek, dan siapapun yang membawa dan namanya tercantum dalam kertas cek dapat

melakukan pengambilan dana. Sama seperti tabungan wadiah, giro wadiah juga tidak memperoleh bagi hasil dari keuntungan bank, namun dapat memperoleh hibah. Bank juga akan menjamin keamanan dan pengambilan sewaktu-waktu atas saldo rekening giro yang dimiliki nasabah.

#### 4. Rekening Investasi

Akad yang digunakan dalam rekening investasi adalah akad mudharabah dimana bank menerima dana dari nasabah untuk jangka waktu tertentu. Nasabah dalam hal ini menjadi *rabbul maal* yang bertindak sebagai partner yang pasif dan bank bertindak sebagai *mudharib* yang menjalankan bisnis dengan cara menggunakan dana untuk investasi dan pendanaan. Nasabah akan memperoleh bagi hasil berdasarkan nisbah tertentu. Meskipun demikian, jika terdapat kerugian maka yang menanggung kerugian hanya nasabah kecuali jika kerugian tersebut muncul akibat kesalahan bank. Struktur transaksi dalam rekening investasi mudharabah disajikan pada Tabel 4.1.

Ada dua jenis rekening investasi berbasis mudharabah yaitu mudharabah mutlaqah dan mudharabah muqayyadah. Mudharabah mutlaqah adalah rekening investasi yang memberikan kebebasan kepada bank terkait dengan kemana dana akan diinvestasikan asal sesuai syariah. Sementara dalam mudharabah muqayyadah, nasabah memberi syarat-syarat tertentu tentang kemana dan bagaimana dana tersebut akan digunakan. Misal nasabah dapat mensyaratkan bahwa dana hanya boleh digunakan untuk pembiayaan di industri property.

Saat ini, banyak bank yang menggunakan akad mudharabah untuk rekening tabungan sehingga akan memberikan hasil yang lebih tinggi dibandingkan dengan jika menggunakan akad wadiah.



**Gambar 3.1.** Mekanisme Rekening Investasi Mudharabah

## **E. Penggunaan Dana Bank Islam**

Dasar dari keuangan islam adalah adanya aktifitas menanggung risiko bersama (risk sharing) diantara pihak-pihak yang mengikat kontrak. Oleh karena itu pola penggunaan dana bank islam yang paling tepat adalah yang berbasis berbagi laba dan rugi (profit-loss sharing). Menurut Shanmugam dan Zahari (2009), mode penggunaan dana dalam bank islam dapat dikelompokkan menjadi tiga yaitu:

### **1. Pendanaan Ekuitas dan Bagi Hasil**

Dalam pendanaan ekuitas atau pendanaan bagi hasil (profit sharing), bank memberikan pendanaan ke perusahaan dan bank akan mendapat bagian laba dari dana yang digunakan oleh perusahaan tersebut. Pada pendanaan ekuitas, bank diperbolehkan berpartisipasi dalam manajemen perusahaan sementara dalam pendanaan bagi hasil, bank tidak boleh berpartisipasi dalam manajemen bank. Dalam pendanaan bagi hasil, bank dapat mengawasi aktifitas manajemen tetapi tidak diperbolehkan ikut mengelola bisnis yang dijalankan perusahaan.

### **2. Pendanaan Jual Beli**

Dalam pendanaan jual beli, bank memberi pendanaan dengan cara membeli barang atau jasa yang diperlukan konsumen dan segera menyerahkan barang tersebut ke konsumen. Konsumen akan membayar ke bank dalam periode dan waktu yang ditetapkan sebesar harga pokok dari barang tersebut ditambah dengan keuntungan/margin yang ditetapkan bank dan disetujui oleh konsumen.

### **3. Pendanaan Sewa**

Dalam pendanaan sewa, bank membeli barang yang dapat dipakai jangka panjang seperti kendaraan, mesin, atau peralatan atas pesanan konsumen kemudian menyewakan barang tersebut ke konsumen. Konsumen akan membayar secara berkala kepada bank sejumlah uang sewa sebagai imbalan terhadap bank yang telah memiliki barang dan memeliharanya.

Jika ada keterlambatan pembayaran atas pendanaan tersebut di atas, bank pada umumnya akan memberi pinalti atau denda. Denda ini untuk menutup biaya penagihan. Namun ada yang berpendapat bahwa denda tersebut hanya boleh digunakan untuk keperluan sedekah kepada orang-orang yang berhak.

## **F. Struktur Pendanaan Bank Islam**

Pola dasar dari pendanaan yang ada tiga seperti dijelaskan di atas kemudian dijabarkan dalam sejumlah struktur pendanaan mulai dari struktur yang sederhana hingga yang cukup kompleks. Berikut ini adalah sejumlah struktur pembiayaan yang dilakukan oleh bank islam. Namun tidak semua struktur pendanaan yang dijelaskan di bawah ini diterima di semua Negara islam.

### **1. Bai' Bithaman Ajil (BBA)**

BBA adalah struktur pendanaan dimana bank menjual barang kepada konsumen dengan pembayaran kredit selama periode tertentu dimana harga jual sudah termasuk margin atau markup yang disepakati bersama. Pembayaran atau angsuran dapat dilakukan misal setiap bulan. Struktur BBA sering digunakan untuk pendanaan konsumen untuk membeli property, kendaraan, atau kebutuhan rumah tangga yang lain dan banyak dipraktikkan di Malaysia. Namun sejumlah negara lain tidak memakai struktur ini karena dianggap kurang islami. Pendanaan BBA meliputi tiga kesepakatan yaitu pertama bank membeli barang dari toko atau pengembang, kedua bank menjual barang ke konsumen, dan ketiga bank dapat menjual barang tersebut ketika konsumen mengalami gagal bayar.

## 2. Murabahah

Struktur pendanaan murabahah lebih banyak diterima dalam bank islam. Dalam murabahah, bank wajib memberitahu berapa harga pokok dari barang yang dibeli dengan demikian margin laba yang diambil juga diketahui. Sementara dalam BBA tidak ada kewajiban ini. Margin laba pantas diperoleh bank atas jasa pembelian barang berisiko yang mungkin dialami bank terkait dengan proses pembelian barang. Risiko tersebut misal terkait dengan kerusakan barang yang dibeli selama disimpan di bank dan belum dibeli (diambil) oleh konsumen. Dalam struktur pendanaan murabahah, bank wajib memiliki barang yang akan dijual ke konsumen. Pembayaran oleh konsumen dapat diangsur beberapa kali dalam periode yang ditetapkan atau dibayar sekaligus di akhir periode. Pendanaan murabahah juga dimungkinkan untuk dibayar tunai oleh konsumen begitu barang sudah sampai di tangan konsumen.

Pendanaan murabahah memperoleh kritik karena secara substansi tidak berbeda dengan kredit di bank konvensional. Bank islam hanya akan membeli barang ketika ada pesanan dan barang akan secepat mungkin dijual ke konsumen sehingga masa kepemilikan bank atas barang hanya sebentar. Dengan demikian risiko kepemilikan yang ditanggung oleh bank relatif sangat kecil. Perdagangan juga selalu dilakukan dengan cara kredit dan besar margin/markup pada umumnya merujuk ke suku bunga yang sedang berlaku. Ditambah lagi besarnya markup sangat dipengaruhi oleh lama kredit. Sejumlah fakta tersebut membuat substansi murabahah tidak berbeda dengan kredit di bank konvensional. Risiko yang ditanggung tidak banyak terletak pada risiko kepemilikan tetapi pada risiko kredit.

Struktur murabahah yang dipraktikkan bank islam memang agak berbeda dengan struktur murabahah yang klasik. Dalam murabahah klasik, penjual menyimpan barang dan menanggung risiko kepemilikan. Tidak ada pesanan dari pembeli ketika penjual membeli barang dan penjualan pada umumnya tunai, penjualan kredit hanya pengecualian.

### 3. Ijarah

Dalam struktur pendanaan ijarah, bank membeli sebuah asset sesuai dengan spesifikasi yang diminta konsumen kemudian asset tersebut disewakan ke konsumen. Masa sewa bervariasi mulai dari tiga bulan sampai dengan lima tahun atau bahkan lebih tergantung jenis assetnya. Konsumen akan membayar biaya sewa secara periodic ke bank atas pemanfaatan asset tersebut. Dalam pendanaan ini, bank tetap sebagai pemilik asset sehingga bank harus menanggung biaya terkait dengan kepemilikan asset seperti biaya pemeliharaan dan biaya asuransi. Namun dalam praktek kadang kala biaya ini secara tidak langsung dibebankan ke konsumen dengan menambahkannya dalam biaya sewa. Praktek seperti ini sebenarnya mendapat kritik dari sejumlah ahli karena merupakan praktek yang kurang islami. Pada akhir periode sewa, konsumen mengembalikan asset kepada bank.

### 4. Ijarah Thumma al-Bai

Ijarah thummal al-bai adalah kombinasi antara ijarah dan bai (jual beli). Kontrak ini diawali dengan kontrak sewa antara bank dengan konsumen, seperti ijarah yang dijelaskan di atas. Kemudian setelah periode sewa berakhir, konsumen melakukan kontrak kedua yaitu membeli asset yang disewa tadi dengan harga yang disepakati. Dengan demikian, setelah ada kontrak jual beli, asset menjadi milik konsumen. Di awal kontrak sewa memang sudah dijanjikan bahwa di akhir sewa asset akan dijual ke konsumen, namun kontrak jual beli baru dilakukan saat periode sewa berakhir.

### 5. Musyarakah

Musyarakah adalah bentuk kerjasama antara bank dan pihak lain dengan masing-masing pihak memiliki kontribusi modal dalam proyek kerjasama tersebut. Pembagian laba dan rugi ditetapkan dengan proporsi atau nisbah tertentu di depan. Proporsi laba tidak harus sama dengan proporsi modal karena tingkat partisipasi dari masing-masing pihak dalam pengelolaan proyek. Namun kerugian dibagi ke semua pihak dengan jumlah maksimum sebesar modal yang disetor. Semua pihak dapat dan tidak wajib ikut mengelola proyek. Pada umumnya, bank bertindak sebagai partner yang pasif sementara partner yang lain menjalankan proyeknya. Meskipun demikian, bank tetap melakukan pengawasan secara ketat terhadap tim manajemen untuk memastikan bahwa proyek berjalan dengan baik. Masing-masing pihak juga berhak untuk mendapat bayaran atau fee untuk setiap pekerjaan yang mereka lakukan terkait dengan pengelolaan proyek. Pola pendanaan musyarakah termasuk pola pendanaan yang risikonya relatif besar dilihat dari perspektif bank. Oleh karena itu persentase pendanaan musyarakah ini biasanya kecil di bank islam.

Dalam praktek pendanaan bank islam dikenal juga yang namanya *diminishing musyarakah*. Ini adalah bentuk khusus dari kerjasama dimana pada akhir periode nasabah bank akan memiliki proyek yang dikerjakan. Nasabah bank secara gradual membeli kepemilikan bank pada proyek dimana mereka



saling kerjasama, sehingga pada akhir periode kepemilikan bank akan teralihkan semuanya ke nasabah.

6. Istisna

Pendanaan istisna melibatkan aktifitas jual beli barang atau asset yang dibiayai dengan penyerahan pada masa yang akan datang. Pada saat transaksi jual beli, barang belum tersedia. Ini adalah sebuah pengecualian yang diperbolehkan dalam syariah, karena ketentuan umum dalam syariah mensyaratkan adanya barang ketika dilakukan transaksi. Pendanaan istisna dimulai dari aktifitas bank membeli barang dengan harga tertentu secara tunai kepada penyedia barang namun barang yang dibeli baru akan dikirim atau diserahkan pada masa yang akan datang. Barang yang dibeli bank tersebut biasanya adalah barang yang dipesan oleh nasabah bank. Nasabah bank ini nantinya akan membayar barang tersebut secara kredit. Pendanaan istisna ini sering digunakan untuk mendanai proyek konstruksi, pembuatan kapal, atau pembangunan pabrik. Pembiayaan ini sangat fleksibel dilihat dari kaca mata pelaksana proyek karena mereka memperoleh uang lebih dahulu baru kemudian mengerjakan proyek tersebut. Meskipun demikian, pembayaran juga dapat dilakukan bertahap, tidak harus semua dibayar di depan.

7. Tawarruq

Bank menggunakan tawarruq untuk member fasilitas pendanaan kas bagi nasabahnya. Strukturnya dimulai dari bank yang membeli sebuah barang dan barang tersebut segera dijual ke nasabah yang membutuhkan dana yang akan membayarnya secara kredit. Kemudian nasabah tersebut menjual barang kepada pihak lain secara tunai sehingga nasabah akan mendapatkan uang segera. Dengan demikian, nasabah mendapat kas yang diinginkan dengan kewajiban harus membayar barang tersebut secara kredit kepada bank. Pendanaan tawarruq ini memang dinilai controversial sehingga banyak negara yang melarang menggunakannya. Dalam tawarruq, nasabah tidak benar-benar memerlukan barang yang mereka beli, karena yang diinginkan sebetulnya mendapatkan dana kas. Sehingga sering dalam transaksi tersebut tidak benar-benar terjadi pertukaran barang.

8. Bai' inah

Pendanaan bai' inah merupakan transaksi sale-and-buyback yang tujuannya memberi fasilitas dana kas ke nasabah. Prosesnya diawali dengan bank yang menjual barang ke nasabah secara kredit dengan harga tertentu dan kemudian membelinya kembali dengan harga yang lebih rendah. Harga beli yang lebih rendah merupakan laba yang diperoleh bank dan ditetapkan di depan. Dengan demikian nasabah mendapat kas dari hasil penjualan barang ke bank namun dia harus membayar dengan harga yang lebih mahal atas pembelian barang yang sama pada aktifitas pertama. Bai' inah ini mirip dengan tawarruq dan juga dilarang di banyak negara islam.

#### 9. Mudharabah

Dalam pendanaan mudharabah, bank bekerjasama dengan nasabah untuk menjalankan sebuah bisnis. Modal sepenuhnya berasal dari bank dan nasabah menjalankan bisnis. Keuntungan akan dibagi berdasarkan nisbah atau rasio yang ditetapkan di depan. Dengan demikian, jika nanti bisnisnya menghasilkan laba maka bagian masing-masing pihak akan sebesar laba dikalikan dengan nisbahnya masing-masing. Namun jika bisnisnya mengalami kerugian maka kerugian hanya ditanggung oleh bank sebagai pemberi modal, kecuali kerugian tersebut disebabkan oleh kesalahan nasabah maka nasabah juga harus ikut menanggungnya.

#### 10. Bai' Salam

Pendanaan bai' salam banyak digunakan untuk mendanai bisnis pertanian atau agriculture. Mekanismenya, bank membeli komoditas pertanian dengan pembayaran di depan dan penyerahan komoditasnya pada masa yang akan datang. Dengan demikian, nasabah memperoleh dana terlebih dahulu untuk mendanai aktifitas produksinya. Komoditas yang digunakan dalam transaksi ini harus komoditas yang kualitasnya dapat ditetapkan dengan ukuran yang jelas sehingga tidak memunculkan perselisihan di masa yang akan datang. Selain kualitas, kuantitasnya juga sudah ditetapkan di depan. Bank akan memperoleh keuntungan karena mendapat potongan harga karena membayar di depan. Dan jika bank menjualnya ke pihak lain, bank juga akan mendapat margin dari harga pokok komoditas tersebut.

#### 11. Qardul Hassan

Pendanaan qardul Hassan merupakan pendanaan yang sifatnya khusus karena ini hanya diperuntukkan bagi nasabah yang kurang mampu secara financial. Nasabah hanya perlu mengembalikan pokok dana ke bank pada waktu yang telah ditentukan. Namun nasabah boleh memberi imbalan sebagai ucapan terima kasih namun besarnya tidak boleh ditetapkan di depan dan tidak bersifat keharusan.

### G. Penutup

Upaya yang ditelah dilakukan oleh para ahli ekonomi, keuangan, dan perbankan islam untuk mewujudkan bank yang islami memang masih menemui sejumlah tantangan terutama jika dilihat dari praktek bank islam selama ini. Kecurigaan bahwa praktek bank islam masih banyak yang mirip dengan bank konvensional harus segera dicarikan solusinya karena akan berpengaruh besar terhadap reputasi bank islam. Tujuan didirikan bank islam adalah agar masyarakat mendapat pelayanan bank yang islami. Jika keinginan tersebut tidak didapat maka bank islam tidak akan dapat berkembang.

# BAB IV

## PASAR MODAL ISLAMI

---

### A. Pendahuluan

Pasar modal adalah tempat sekuritas jangka panjang diperdagangkan. Dua sekuritas utamanya adalah saham, yang tidak memiliki jatuh tempo, dan obligasi yang memiliki jangka waktu jatuh tempo tiga tahun atau lebih. Pasar modal islami adalah pasar modal yang sekuritas dan atau mekanisme perdagangannya sesuai dengan syariah. Sekuritas yang sesuai dengan syariah sudah banyak tersedia di pasar modal namun pasar modal yang mekanisme perdagangannya sesuai syariah masih sangat terbatas jumlahnya. Sekuritas saham yang sesuai syariah dikelompokkan dalam indeks-indeks saham islami sementara sekuritas obligasi yang sesuai syariah sudah diterbitkan dengan nama sukuk. Pada bab ini, penulis hanya akan mengkaji pasar modal islami untuk sekuritas saham. Kajian tentang obligasi islami atau sukuk akan dibahas dalam bab selanjutnya.

### B. Pasar Modal Islami

Awal munculnya saham islami telah dilakukan sebelum terbentuknya indeks saham islami yang sekarang dikenal secara luas. Menurut Mannan (2008), di Malaysia telah ada saham islami pada tahun 1983 ketika Bank Islam Malaysia Bhd menerbitkan saham islami untuk pertama kalinya. Kemudian pada bulan Juni 1997, Securities Commission of Malaysia menerbitkan daftar saham-saham yang sesuai syariah yang nantinya akan dijadikan sebagai dasar pembentukan indeks saham islami. Menurut catatan Mannan (2008), indeks saham islami pertama kali muncul di Malaysia yaitu yang diterbitkan oleh RBH Unit Trust Management pada bulan Mei 1996. Baru setelah itu muncul Dow Jones Islamic Market Index pada bulan Februari 1999. Sementara itu di Indonesia, kemunculan saham islami juga ada terlebih dahulu sebelum munculnya indeks saham islami. Menurut Syarieff (2008), instrumen pasar modal syariah telah hadir di Indonesia pada tahun 1997. Hal ini ditandai dengan peluncuran Danareksa Syariah pada 3 Juli 1997 oleh PT. Danareksa Investment Management. Selanjutnya Bursa Efek Indonesia berkerjasama dengan PT. Danareksa Investment Management meluncurkan

*Jakarta Islamic Index* (JII) pada tanggal 3 Juli 2000. Pada tanggal 12 September 2007, Bapepam mulai merilis Daftar Efek Syariah (DES) yang memuat daftar saham islami secara lengkap, karena JII hanya memuat 30 saham saja berdasarkan tingkat likuiditasnya.

Kriteria *screening* terkait bidang bisnis perusahaan emiten ditetapkan oleh masing-masing ulama di setiap negara dan pada umumnya tidak terdapat perbedaan ketentuan antara lembaga syariah di satu negara dengan negara lain. Di Indonesia, ketentuan terkait dengan bisnis yang ditetapkan oleh Bapepam-LK dan DSN-MUI adalah sebagai berikut. Bisnis emiten harus tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah seperti: (1) perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang, (2) menyelenggarakan jasa keuangan yang menerapkan konsep ribawi, jual beli risiko yang mengandung gharar dan atau maisir, dan (3) memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, atau menyediakan barang atau jasa yang haram karena dzatnya (*haram li dzatibi*), barang atau jasa yang haram bukan karena dzatnya (*haram lighairibi*), dan barang atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudharat. Menurut Shanmugam dan Zahari (2009) yang mencermati pasar modal di Malaysia, perusahaan dikatakan halal jika bisnisnya bukan terkait perdagangan alkohol, senjata, rokok, daging babi, pornografi, judi, perhotelan yang menjual alkohol, atau perusahaan yang profitnya berasal dari pendapatan bunga atas pinjaman. Juga termasuk perusahaan non-halal jika perusahaan tersebut memproduksi atau menjual daging yang tidak disembelih sesuai ketentuan islam. Di Malaysia juga ditetapkan kriteria *screening* yang bersifat positif yang mengharuskan perusahaan harus memiliki image yang baik dan bisnis utamanya memiliki kontribusi terhadap umat islam. Namun demikian, perusahaan yang melayani atau konsumennya komunitas non-Muslin tetap masuk kriteria halal, jika aktifitas bisnisnya sudah sesuai dengan prinsip syariah.

### C. Kriteria Kuantitatif Saham Islami dan Indeks Saham Islami

Selain kriteria bisnis yang harus halal, *screening* juga dilakukan berdasarkan sejumlah rasio keuangan. Berikut ini daftar rasio keuangan yang dijadikan sebagai dasar *screening* sejumlah indeks saham islami.

Para ulama masih belum bersepakat terkait dengan kriteria rasio keuangan ini. Batasan maksimum 1/3 belum sepenuhnya disepakati. Mengapa untuk porsi hutang dari lembaga keuangan non syariah yang mengandung riba diperbolehkan maksimum 1/3 sementara untuk produk makanan, sedikit saja mengandung bahan yang haram tidak diperbolehkan. Demikian juga porsi pendapatan bunga yang berlaku di JII. Perbedaan juga terjadi terkait dengan pembandingan dari rasio. Seperti dapat dilihat pada Tabel 4.1, pembagi rasio hutang ada yang menggunakan rata-rata kapitalisasi pasar, total asset, *market value of equity* atau total ekuitas. Jenis rasio yang dijadikan sebagai kriteria juga berbeda antara satu indeks dengan indeks yang lain. Sementara, indeks saham islami di Malaysia, menurut Shanmugam dan Zahari (2009) justru tidak menggunakan kriteria rasio keuangan sama sekali.

**Tabel 4.1.** Kriteria Rasio Keuangan Saham Islami Menurut Sejumlah Indeks

Jenis Rasio	DJIM	FTSE	S&P	MSCI	JII
Hutang	33% Dari rata-rata kapitalisasi pasar	33% Dari Total asset	33% Dari market value of equity	33,33% Dari total asset	82% Dari total Ekuitas
Piutang	33% Dari rata-rata kapitalisasi pasar	50% Dari Total asset	49% Dari market value of equity	70% Dari total asset	-
Kas	33% Dari rata-rata kapitalisasi pasar	33% Dari Total asset	33% Dari market value of equity	33,33% Dari total asset	-
Pendapatan bunga	-	-	-	-	10% Dari total pendapatan

Sumber: Shanmugam dan Zahari (2009) dan Syarieff (2008)

Selain JII, empat indeks di atas adalah indeks saham global. Menurut Shanmugam dan Zahari (2009) *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIM) adalah indeks global yang pertama kali muncul tahun 1999, kemudian disusul dengan *III-FTSE Islamic Index* pada tahun 2000. Setelah itu, *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) dan S&P juga mengembangkan indeks islami.

Pada tahun 2006, S&P mulai menawarkan *S&P 500 Sharia Index*, *S&P Europe 350 Sharia Index*, dan *S&P Japan 500 Sharia Index*. Pada saat diluncurkan, saham yang memenuhi kriteria berturut-turut sebanyak 295 saham untuk S&P 5000, 139 saham untuk S&P Europe 350, dan 286 saham untuk S&P Japan 5000. Pada tahun 2007, MSCI juga menawarkan tiga indeks yaitu *MSCI Emerging Market Islamic Index*, *MSCI USA Islamic Index*, dan *MSCI World Islamic Index*. Setelah itu, S&P juga menawarkan indeks yang lebih sempit. Pertama *S&P/International Financial Corporation Investable GCG Index* yang meliputi enam indeks dari negara muslim Timur Tengah yaitu Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Saudi Arabia, dan UAE. Kedua *S&P Pan Asia Shariah Index* yang meliputi saham syariah di China, Hongkong, India, Malaysia, Philipina, Singapore, Korea Selatan, Taiwan, dan Thailand.

Pada akhir tahun 2008, kelompok indeks DJIM mengembangkan 70 indeks yang ada pada level regional, negara, industri, dan kapitalisasi pasar. Indeks ini meliputi pasar modal di Amerika Serikat, Eropa, Asia Pasifik, negara BRIC (Brasil, Rusia, India, dan China), Canada, dan kawasan lainnya. FTSE juga tidak mau ketinggalan. Selain memiliki indeks global *FTSE Shariah All-World Index*,

FTSE juga mengembangkan indeks regional yang meliputi (1) seri indeks di FTSE SGX (*Singapore Stock Exchange*) yang bernama *FTSE SGX Asia Shariah 100 Index*, yang diluncurkan tahun 2003 yang terdiri dari 50 perusahaan terbesar di Jepang dan 50 perusahaan terbesar di Singapore, Korea, Taiwan, dan Hongkong; (2) seri indeks FTSE DIFX (*Dubai International Financial Exchange*) yang merupakan indeks pertama yang diperdagangkan di wilayah arab yang meliputi *FTSE DIFX Kuwait 15 Shariah Index* dan *FTSE DIFX Qatar 10 Shariah Index*, dan (3) seri indeks FTSE Bursa Malaysia yang terdiri dari *FTSE Bursa Malaysia EMAS (Exchange Main Board All-Shares) Shariah Index* dan *FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index*.

Meskipun indeks saham islami memiliki kriteria yang tidak sepenuhnya sama namun ada hubungan yang cukup kuat antar indeks islami tersebut. Siskawati (2011) menguji cointegrasi antara indeks saham islami di Bursa Efek Indonesia (JII), di Bursa Malaysia Kuala Lumpur Syariah Index (KLSI), dan DJIM index dengan menggunakan metodologi Johansen. Periode pengamatan adalah dari tahun 2005 sampai dengan tahun 2007. Dia menemukan adanya cointegrasi antara JII, KLSI, dan DJIM, yang artinya terjadi ekuilibrium jangka panjang antar tiga indeks tersebut. Siskawati (2011) juga menguji *Granger causality* antar tiga indeks dan menemukan adanya hubungan timbal balik antara JII dan KLSI namun hanya hubungan satu arah untuk DJIM dan JII maupun DJIM dan KLSI. Ini artinya DJIM mempengaruhi JII dan KLSI namun tidak sebaliknya.

#### **D. Perdagangan Saham Islami**

Selain isu saham islami yang di-*screening* dengan bisnis inti dan rasio keuangan seperti diuraikan di atas, pasar modal islami juga terkait dengan kehalalan dari mekanisme perdagangannya. Isu pokok yang dari perdagangan di pasar modal adalah adanya spekulasi yang ikut bermain, sehingga banyak transaksi di pasar modal lebih bersifat spekulasi daripada bersifat investasi. Spekulasi atau gharar adalah aktifitas yang dilarang dalam islam sehingga harus dihindari supaya perdagangan menjadi halal.

Khan (1992) mengidentifikasi sejumlah mekanisme perdagangan di pasar modal yang tidak sejalan dengan hukum islam. Pertama, dibolehkannya perdagangan tanpa adanya transfer barang, dalam hal ini sertifikat saham. Sebuah saham dapat dijual beberapa kali sebelum penyerahan saham benar-benar dilakukan. Kedua, adanya praktek pembiayaan investasi yang bersumber dari dana perbankan dengan bunga harian. Ketiga, adanya instrument option yang memungkinkan investor membeli saham dengan harga ditetapkan hari ini penyerahan sahamnya pada masa yang akan datang. Di luar tiga hal tersebut, Khan (1992) juga menyoroti adanya investor yang 'tidak asli' (*not genuine investor*) yang sering disebut spekulator. Spekulator berusaha mendapat untung dengan memanfaatkan fluktuasi harga saham. Mereka membeli saham yang diperkirakan akan naik dalam waktu dekat dan akan menjualnya setelah harga naik. Dasar analisis yang digunakan untuk memprediksi apakah harga saham akan naik atau

turun memang dapat berasal dari informasi fundamental yang relevan dan terpercaya, namun sering juga yang bersumber dari rumor atau isu. Ulah spekulator ini telah menjadi pemicu sejumlah krisis di pasar modal seperti yang terjadi di Amerika Serikat baik pada tahun 1930 maupun pada tahun 1987.

Dalam rangka mengurangi spekulasi ini Metwally (1992) menawarkan sebuah model perdagangan pasar modal islami yang mensyaratkan sembilan hal. Pertama, semua saham harus dibeli dan dijual di bursa. Kedua, bursa harus menyediakan lantai bursa dimana saham diperdagangkan melalui broker-broker. Ketiga, semua perusahaan yang terdaftar di bursa harus menyediakan informasi Laporan Laba Rugi dan Neraca kepada *Management Committee* di bursa dalam interval paling lambat tiga bulan. Keempat, *Management Committee* menetapkan *Maximum Share Price* (MSP) untuk setiap saham untuk interval paling lambat tiga bulan. Kelima, harga saham yang diperdagangkan tidak boleh melebihi MSP. Keenam, harga saham dapat diperdagangkan di bawah MSP. Ketujuh, MSP adalah sama dengan Total Ekuitas dibagi dengan Total lembar saham yang diterbitkan perusahaan. *Management committee* harus memastikan bahwa semua perusahaan yang tercatat di bursa menggunakan standar akuntansi yang benar. Kedelapan, perdagangan saham hanya boleh berlangsung satu minggu yaitu setelah MSP ditetapkan. Kesembilan, jika perusahaan menerbitkan saham baru maka waktunya harus pada saat periode perdagangan sebagaimana ketentuan nomer delapan dan harga jualnya adalah sebesar MSP.

Menurut Metwally (1992) model tersebut memenuhi syarat keislaman dari pasar modal. Model memberi kesempatan kepada pemegang saham untuk menjual sahamnya untuk memenuhi kebutuhan likuiditasnya dan pada saat yang bersamaan menjaga agar pemegang saham memiliki komitmen terhadap perusahaan paling tidak memegang saham selama tiga bulan. Spekulasi menjadi sulit dilakukan karena pemegang saham tidak dapat memperdagangkan saham setiap saat dan adanya batasan MSP.

Chapra (1992) kurang setuju dengan model pasar modal islami yang ditawarkan oleh Metwally. Pembatasan harga maksimum justru akan merugikan investor kecil karena jika prospek perusahaan naik mereka tidak dapat menjual lebih tinggi sementara jika prospek perusahaan memburuk, mereka terpaksa harus menjual harga di bawah MSP. Dasar penetapan MSP yang berbasis nilai ekuitas juga dianggap tidak tepat. Dua perusahaan yang memiliki ekuitas yang sama bahkan menjual produk yang sama bisa jadi memiliki harga saham yang berbeda karena permintaan atas produk dari kedua perusahaan tidak sama. Disamping itu, dasar penetapan harga yang hanya merujuk pada ekuitas dianggap terlalu lemah karena harga saham juga dipengaruhi oleh prospek perusahaan. Alasan bahwa harga harus dibatasi juga dipertanyakan oleh Chapra. Untuk barang kebutuhan pokok dimana pembeli tidak dapat menunggu hingga harga turun karena harus segera mengkonsumsi maka penetapan harga maksimum dapat dibenarkan. Sementara dalam membeli saham, investor tidak harus membeli saham sekarang jika harganya dirasa terlalu tinggi.

Untuk mengatasi ketidakstabilan harga saham di pasar modal, Chapra menawarkan tiga hal yaitu: membatasi spekulasi, hanya membolehkan pembelian saham secara tunai, dan menghilangkan *management malpractices*. Salah satu bentuk spekulasi yang harus dihindari adalah aktifitas *short selling*. *Short selling* adalah aktifitas yang diawali dengan meminjam saham, kemudian menjualnya, dan hasil penjualannya digunakan untuk membeli saham baru. Saham yang dipinjam adalah saham yang diperkirakan harganya akan turun, sedangkan saham yang dibeli adalah saham yang diperkirakan harganya akan naik. Saham yang dipinjam tentu saja harus dikembalikan, misal dalam waktu satu bulan. Pada saatnya dikembalikan maka investor akan menjual saham sebulan lalu dibeli dan hasilnya digunakan untuk membeli saham yang dipinjam. Jika harga saham bergerak sesuai dengan prediksi, yaitu saham yang dipinjam harganya turun dan saham yang dibeli harganya naik, maka investor akan mendapat untung tanpa harus menyediakan modal. Namun jika harga bergerak sebaliknya maka investor akan rugi berlipat.

*Margin trading* adalah praktek yang membolehkan investor untuk membeli saham dengan membayar tunai hanya sebagian saja dari harga saham. Jika harga saham naik maka investor akan memperoleh laba sebesar kenaikan harga namun secara persentase akan jadi berlipat karena investor hanya membayar sebagian, misal seperempat, dari harga saham. Namun jika harga turun, maka persentase kerugiannya juga turut berlipat. Praktek seperti ini menurut Chapra (1992) harus dihilangkan agar harga saham lebih stabil. Sementara aktifitas *management malpractices* dapat beragam yang diantaranya berupa aktifitas *cornering* dan *insider trading*. *Cornering* adalah aktifitas mendongkrak harga dengan cara membuat permintaan semu sementara *insider trading* adalah perdagangan saham dengan memanfaatkan informasi orang dalam.

Dewan Pengawas Syariah melalui Fatwa No.80/DSN-MUI/III/2011 memberi rambu-rambu terkait aktifitas perdagangan yang dilarang. Aktifitas yang dilarang tersebut adalah melakukan spekulasi, manipulasi, dan tindakan lain yang didalamnya mengandung unsur:

- *dharar*,
- *gharar*,
- *riba*,
- *maisir*,
- *risywah*,
- maksiat dan kedzaliman,
- *taghbir*,
- *ghibsy*,
- *tanajusy/najsy*,
- *ihthikar*,
- *bai' al-ma'dum*,
- *talaqqi al-rukban*,
- *ghabn*, dan
- *tadlis*.



*Dharar* adalah tindakan yang dapat membahayakan atau merugikan pihak lain. *Gharar* adalah ketidakpastian dalam suatu akad, baik mengenai kualitas atau kuantitas obyek akad maupun mengenai penyerahannya. *Riba* adalah tambahan yang diberikan dalam pertukaran barang-barang ribawi (*al-amwal al-ribawiyah*) dan tambahan yang diberikan atas pokok utang dengan imbalan penangguhan pembayaran secara mutlak. Tindakan yang termasuk dalam kategori *riba*, antara lain: *Margin Trading* (Transaksi dengan Pembiayaan), yaitu melakukan transaksi atas Efek dengan fasilitas pinjaman berbasis bunga (*riba*) atas kewajiban penyelesaian pembelian Efek. *Maisir* adalah memperoleh keuntungan dengan mudah dan tanpa usaha serta hanya berdasarkan nasib. *Risywah* adalah pemberian yang diberikan seseorang kepada hakim atau lainnya untuk memenangkan perkaranya dengan cara yang tidak dibenarkan atau untuk mendapatkan sesuatu yang sesuai dengan kehendaknya.

*Taghrir* adalah upaya mempengaruhi orang lain, baik dengan ucapan maupun tindakan yang mengandung kebohongan, agar terdorong untuk melakukan transaksi. Tindakan yang termasuk *taghrir* antara lain: (1) *Wash sale* (Perdagangan semu yang tidak mengubah kepemilikan) yaitu transaksi yang terjadi antara pihak pembeli dan penjual yang tidak menimbulkan perubahan kepemilikan dan/atau manfaatnya (*beneficiary of ownership*) atas transaksi saham tersebut. Tujuannya untuk membentuk harga naik, turun atau tetap dengan memberi kesan seolah-olah harga terbentuk melalui transaksi yang berkesan wajar. Selain itu juga untuk memberi kesan bahwa Efek tersebut aktif diperdagangkan. (2) *Pre-arrange trade* yaitu transaksi yang terjadi melalui pemasangan order beli dan jual pada rentang waktu yang hampir bersamaan yang terjadi karena adanya perjanjian pembeli dan penjual sebelumnya. Tujuannya untuk membentuk harga (naik, turun atau tetap) atau kepentingan lainnya baik di dalam maupun di luar bursa.

*Ghisysy* adalah salah satu bentuk *tadlis*; yaitu penjual menjelaskan/memaparkan keunggulan/keistimewaan barang yang dijual serta menyembunyikan kecacatannya. Tindakan-tindakan yang termasuk dalam kategori *Ghisysy* antara lain: (1) *Marking at the close* (pembentukan harga penutupan), yaitu penempatan order jual atau beli yang dilakukan di akhir hari perdagangan yang bertujuan menciptakan harga penutupan sesuai dengan yang diinginkan, baik menyebabkan harga ditutup meningkat, menurun ataupun tetap dibandingkan harga penutupan sebelumnya. (2) *Alternate trade*, yaitu transaksi dari sekelompok Anggota Bursa tertentu dengan peran sebagai pembeli dan penjual secara bergantian serta dilakukan dengan volume yang berkesan wajar. Adapun harga yang diakibatkannya dapat tetap, naik atau turun. Tujuannya untuk memberi kesan bahwa suatu efek aktif diperdagangkan.

*Tanajusy/Najsy* adalah tindakan menawarkan barang dengan harga lebih tinggi oleh pihak yang tidak bermaksud membelinya, untuk menimbulkan kesan banyak pihak yang berminat membelinya. Tindakan-tindakan yang termasuk dalam kategori *Najsy* antara lain: (1) *Pump and Dump*, yaitu aktivitas transaksi suatu Efek

diawali oleh pergerakan harga uptrend, yang disebabkan oleh serangkaian transaksi inisiator beli yang membentuk harga naik hingga mencapai level harga tertinggi. Setelah harga mencapai level tertinggi, pihak-pihak yang berkepentingan terhadap kenaikan harga yang telah terjadi, melakukan serangkaian transaksi inisiator jual dengan volume yang signifikan dan dapat mendorong penurunan harga. Tujuannya adalah menciptakan kesempatan untuk menjual dengan harga tinggi agar memperoleh keuntungan. (2) *Hype and Dump*, yaitu aktivitas transaksi suatu Efek yang diawali oleh pergerakan harga uptrend yang disertai dengan adanya informasi positif yang tidak benar, dilebih-lebihkan, misleading dan juga disebabkan oleh serangkaian transaksi inisiator beli yang membentuk harga naik hingga mencapai level harga tertinggi. Setelah harga mencapai level tertinggi, pihak-pihak yang berkepentingan terhadap kenaikan harga yang telah terjadi, melakukan serangkaian transaksi inisiator jual dengan volume yang signifikan dan dapat mendorong penurunan harga. Pola transaksi tersebut mirip dengan pola transaksi pump and dump, yang tujuannya menciptakan kesempatan untuk menjual dengan harga tinggi agar memperoleh keuntungan. (3) *Creating fake demand/supply* (Permintaan/Penawaran Palsu), yaitu adanya 1 (satu) atau lebih pihak tertentu melakukan pemasangan order beli/jual pada level harga terbaik, tetapi jika order beli/jual yang dipasang sudah mencapai best price maka order tersebut di-delete atau diamend (baik dalam jumlahnya dan/atau diturunkan level harganya) secara berulang kali. Tujuannya untuk memberi kesan kepada pasar seolah-olah terdapat demand/supply yang tinggi sehingga pasar terpengaruh untuk membeli/menjual.

*Ihtikar* adalah membeli suatu barang yang sangat diperlukan masyarakat pada saat harga mahal dan menimbunnya dengan tujuan untuk menjualnya kembali pada saat harganya lebih mahal. Tindakan-tindakan yang termasuk dalam kategori Ihtikar antara lain: (1) *Pooling interest*, yaitu aktivitas transaksi atas suatu Efek yang terkesan liquid, baik disertai dengan pergerakan harga maupun tidak, pada suatu periode tertentu dan hanya diramaikan sekelompok Anggota Bursa Efek tertentu (dalam pembelian maupun penjualan). Selain itu volume transaksi setiap harinya dalam periode tersebut selalu dalam jumlah yang hampir sama dan/atau dalam kurun periode tertentu aktivitas transaksinya tiba-tiba melonjak secara drastis. Tujuannya menciptakan kesempatan untuk dapat menjual atau mengumpulkan saham atau menjadikan aktivitas saham tertentu dapat dijadikan benchmark. (2) *Cornering*, yaitu pola transaksi ini terjadi pada saham dengan kepemilikan publik yang sangat terbatas. Terdapat upaya dari pemegang saham mayoritas untuk menciptakan supply semu yang menyebabkan harga menurun pada pagi hari dan menyebabkan investor publik melakukan short selling. Kemudian ada upaya pembelian yang dilakukan pemegang saham mayoritas hingga menyebabkan harga meningkat pada sesi sore hari yang menyebabkan pelaku short sell mengalami gagal serah atau mengalami kerugian karena harus melakukan pembelian di harga yang lebih mahal.

*Bai' al-Ma'dum* adalah jual beli yang obyek (*mabi'*)-nya tidak ada pada saat akad, atau jual beli atas barang (efek) padahal penjual tidak memiliki barang (efek) yang dijualnya. Tindakan yang termasuk dalam kategori *Bai' al-ma'dum*, antara lain: *Short Selling* (*bai' al-maksyuf/jual kosong*), yaitu suatu cara yang digunakan dalam penjualan saham yang belum dimiliki dengan harga tinggi dengan harapan akan membeli kembali pada saat harga turun.

*Talaqqi al-rukban* adalah bagian dari *ghabn*; yaitu jual-beli atas barang dengan harga jauh di bawah harga pasar karena pihak penjual tidak mengetahui harga tersebut. *Ghabn* adalah ketidakseimbangan antara dua barang (obyek) yang dipertukarkan dalam suatu akad, baik segi kualitas maupun kuantitasnya. *Ghabn Fahisy* adalah *ghabn* tingkat berat, seperti jual-beli atas barang dengan harga jauh di bawah harga pasar. Tindakan yang termasuk dalam kategori *Ghabn Fahisy*, antara lain: *Insider Trading* (Perdagangan Orang Dalam), yaitu kegiatan ilegal di lingkungan pasar finansial untuk mencari keuntungan yang biasanya dilakukan dengan cara memanfaatkan informasi internal, misalnya rencana-rencana atau keputusan-keputusan perusahaan yang belum dipublikasikan.

*Tadlis* adalah tindakan menyembunyikan kecacatan obyek akad yang dilakukan oleh penjual untuk mengelabui pembeli seolah-olah obyek akad tersebut tidak cacat. Tindakan-tindakan yang termasuk dalam kategori *Tadlis* antara lain: (1) *Front Running* yaitu tindakan Anggota Bursa Efek yang melakukan transaksi lebih dahulu atas suatu Efek tertentu, atas dasar adanya informasi bahwa nasabahnya akan melakukan transaksi dalam volume besar atas Efek tersebut yang diperkirakan mempengaruhi harga pasar, tujuannya untuk meraih keuntungan atau mengurangi kerugian. (2) *Misleading information* (Informasi Menyesatkan), yaitu membuat pernyataan atau memberikan keterangan yang secara material tidak benar atau menyesatkan sehingga mempengaruhi harga Efek di Bursa Efek.

Aturan ini relative memenuhi syarat-syarat yang ditentukan oleh Chapra (1992). Tindakan malpraktek seperti *cornering* termasuk kategori *ikhtirar* yaitu membeli suatu barang yang sangat diperlukan masyarakat pada saat harga mahal dan menimbunnya dengan tujuan untuk menjualnya kembali pada saat harganya lebih mahal lagi. Sementara tindakan *insider trading* termasuk tindakan *ghabn fahisy* adalah *ghabn* tingkat berat dan *ghabn* sendiri berarti ketidakseimbangan antara dua barang (obyek) yang dipertukarkan dalam suatu akad, baik dari segi kualitas maupun kuantitas. Tindakan yang menimbulkan spekulasi seperti *short selling* juga dilarang karena termasuk kategori *bai' al-ma'dum* yaitu jual beli yang obyeknya tidak ada pada saat akad, atau jual beli atas barang (efek) padahal penjual tidak memiliki barang (efek) yang dijualnya. Sementara *margin trading* juga dilarang karena masuk kategori *riba*.

Taj al-Din (2002) menengarahi bahwa spekulasi terjadi karena di pasar modal ada investor yang memiliki informasi yang tidak memadai untuk memilih dan menetapkan harga saham dengan tepat. Investor tersebut dinamakan *uninformed investors*. Keadaan menjadi semakin spekulatif karena investor yang memiliki informasi yang cukup (*informed investors*) justru memanfaatkan

ketidaktahuan *uninformed investors* untuk kepentingan mereka. Ketika *informed investors* mengetahui ada hal positif tentang prospek perusahaan mereka akan melakukan pembelian sehingga menyebabkan harga naik. Harga naik pada level harga yang tepat terkait dengan informasi baru tersebut. Namun melihat harga yang naik, *uninformed investors* ikut-ikutan melakukan pembelian sehingga menyebabkan harga naik melebihi yang seharusnya. Melihat harga saham naik melebihi harga yang seharusnya *informed investors* melakukan penjualan sehingga mereka mendapatkan keuntungan. Aksi jual ini akan membuat harga turun, dan ketika melihat harga turun *uninformed investors* juga melakukan aksi jual sehingga harga turun lebih rendah dari harga yang semestinya. Pada saat itulah melakukan *uninformed investors* pembelian kembali. Akibatnya harga saham berfluktuasi naik turun tidak stabil.

Karena penyebab spekulasi adalah adanya *uninformed investors*, maka Taj al-Din (2002) menyarankan agar ketidaktahuan sebagian investor, yang dia sebut sebagai *jahalat*, tersebut harus dihilangkan. Dia mengusulkan dibentuk sebuah lembaga untuk menetapkan harga rujukan untuk setiap saham. Lembaga tersebut beranggotakan sejumlah ahli dari berbagai bidang ilmu yang terkait dengan pasar modal seperti ahli ekonomi, keuangan, teknologi informasi, ahli bidang industri tertentu dan juga termasuk ahli statistik. Para pakar inilah yang kemudian menetapkan harga rujukan. Investor dapat menggunakan harga rujukan yang sudah mendekati harga wajar tersebut untuk keperluan berinvestasi. Sayangnya hingga saat ini belum ada pasar modal yang memiliki lembaga untuk menetapkan harga rujukan tersebut.

## E. Manajemen Portfolio Pasif dan Pasar Modal Islami

Permasalahan utama yang dikritisi islam dari pasar modal konvensional adalah tumbuhnya spekulasi dalam perdagangan saham. Spekulasi ini muncul salah satunya disebabkan oleh keinginan investor untuk mencari keuntungan dalam waktu singkat dengan memburu saham-saham yang mengalami *undervalued* dan kemudian menjualnya ketika sudah menjadi *overvalued*. Strategi investasi ini sering dinamakan strategi portfolio aktif. Investor selalu merevisi portfolionya dengan memasukkan saham yang masih *undervalued* dan mengeluarkan saham yang sudah *overvalued*. Strategi ini dinilai berhasil jika investor dapat memperoleh return portfolio di atas return pasar.

Selain ada strategi portfolio aktif, investor dapat memilih strategi portfolio pasif. Menurut Bodie, Kane, dan Marcus (2009), strategi pasif ini lebih cocok untuk investor kecil. Strategi aktif hanya akan berhasil jika dana yang diinvestasikan cukup besar dan teknik analisis yang digunakan harus teknik yang tidak biasa digunakan oleh investor kebanyakan. Memang investor kecil dapat menginvestasikan dananya ke reksadana, yang kemudian dikelola dengan menggunakan manajemen portfolio aktif, namun perusahaan reksadana tidak dapat memastikan akan dapat mengidentifikasi kesalahan harga (*under* atau

*overvalued*) dengan akurat. Jikapun perusahaan reksadana dapat mengidentifikasi kesalahan harga relatif akurat, masih dipertanyakan apakah tambahan keuntungan yang diperoleh sebanding dengan tambahan biaya untuk *fee* strategi aktif tersebut? Pendukung hipotesis pasar modal efisien percaya bahwa strategi portfolio aktif hanya akan sia-sia karena tambahan keuntungannya tidak akan signifikan setelah dipertimbangkan biayanya. Oleh karena itu, pendukung hipotesis pasar modal efisien mengusulkan strategi investasi pasif yang tidak berupaya untuk mengalahkan kinerja pasar.

Strategi pasif hanya bertujuan untuk melakukan diversifikasi saham dengan baik tanpa berusaha mencari saham yang *undervalued* atau *overvalued*. Strategi ini dikarakteristikan dengan strategi *buy-and-hold*, yaitu sejumlah saham dibeli dan kemudian disimpan atau dipegang dalam jangka yang relatif lama. Karena menurut hipotesis pasar modal efisien harga saham adalah harga yang wajar dengan dasar informasi yang tersedia, maka menjadi tidak logis jika harus sering melakukan jual beli, yang hanya akan memperbesar biaya *fee* ke broker tanpa meningkatkan kinerja yang signifikan. Menurut Bodie, Kane, dan Markus (2009), salah satu strategi pasif yang paling banyak dipakai adalah membuat sebuah index fund, yaitu strategi membeli saham dengan cara mereplikasi suatu indeks tertentu. Di Amerika Serikat, misalnya, *index fund* Vanguard's Index 500 Portfolio mereplikasi proporsi dari saham dalam indeks Standard&Poor 500. *Fee* dari *index fund* ini relatif rendah karena perusahaan tidak perlu mempekarjakan analis untuk menilai prospek saham-saham dan juga tidak perlu sering bertransaksi. Strategi mereplikasi indeks ini sebenarnya tidak harus dilakukan oleh index fund, apalagi jika indeks yang direplikasi hanya terdiri dari saham yang jumlahnya sedikit seperti indeks LQ-45 atau JII yang hanya berisi 30 saham.

Strategi pasif yang tidak berusaha mencari saham yang *mispriced* dan tidak sering melakukan perdagangan ini akan membuat aktifitas spekulasi menjadi sulit dilakukan. Strategi ini nampaknya sejalan dengan tujuan pasar modal islami yang berusaha untuk menghilangkan spekulasi. Jika seorang investor menggunakan strategi pasif, maka meskipun mereka melakukan investasi di pasar modal yang belum menggunakan mekanisme perdagangan yang islami namun mereka sudah menjalankan perdagangan saham yang islami. Ini dapat dianalogkan dengan saham islami yang ada di indeks-indeks islami. Saham-saham islami tersebut diperdagangkan di tempat dimana juga diperdagangkan saham-saham yang tidak islami, namun selama yang dibeli adalah saham islami maka tidak ada larangan bagi investor untuk membelinya. Hal yang sama, meskipun investor melakukan perdagangan di bursa konvensional, namun karena mereka membatasi diri tidak ikut berspekulasi, yaitu dengan berinvestasi menggunakan strategi pasif, maka yang dilakukan tidak melanggar nilai-nilai syariah.

## F. Penutup

Kaum muslimin saat ini sudah memiliki pilihan berinvestasi tidak hanya ke saham-saham yang islami tetapi juga pasar modal yang islami, dimana perdagangan sahamnya terbebas dari praktek yang dilarang syariah. Praktek yang memicu spekulasi seperti *short selling*, berbau riba seperti *margin trading*, dan praktek-praktek yang bertentangan dengan keadilan seperti *insider trading* semuanya dilarang. Memang sebelum praktek-praktek tersebut dilarang (*short selling* dan *margin trading*), investor dapat menghindari diri sendiri dari melakukan praktek tersebut. Namun dengan dilarangnya kegiatan tersebut, maka tidak hanya investor muslim yang melakukannya namun semua investor sehingga praktek spekulasi menjadi lebih signifikan berkurang.



# BAB V

## SUKUK

---

### A. Pendahuluan

Pada awal dikembangkannya keuangan islam, hanya produk pasar modal berupa saham yang mungkin dapat diupayakan menjadi produk pasar modal yang islami. Obligasi yang berupa hutang dengan imbalan bunga pada saat itu belum dapat dibayangkan bagaimana dapat disesuaikan agar tidak bertentangan dengan syariah. Dalam syariah, hutang tidak boleh dikembalikan dengan tambahan dari pokok pinjaman karena tambahan ini dikategorikan sebagai riba. Namun saat ini para pemikir keuangan islam sudah dapat membuat produk keuangan yang mirip dengan obligasi yaitu sekuritas sukuk.

Menurut Ayub, sukuk dengan mata uang lokal sudah ada mulai tahun 1992. Sementara sukuk dengan mata uang dollar Amerika mulai ditawarkan pada tahun 2002 yang ditawarkan di Malaysia. Setelah itu Islamic Development Bank (IDB) menerbitkan sukuk pada tahun 2003. Setelah itu banyak perusahaan dan pemerintah yang menerbitkan sukuk baik di negara yang mayoritas penduduknya muslim seperti Bahrain, Arab Saudi, Qatar, Uni Arab Emirat, Pakistan, dan Indonesia maupun yang penduduknya tidak mayoritas muslim seperti Inggris, Jerman, dan Filipina.

Perkembangan sukuk cukup pesat. Shanmugam dan Zahari (2009) mencatat bahwa pertumbuhan pasar sukuk dari tahun 2001-2007 adalah sebesar sekitar 84 per tahun dengan nilai pasar antara 80-90 milyar dollar Amerika pada tahun 2008. Pertumbuhan ini didorong oleh semakin besarnya permintaan global terhadap instrumen keuangan yang sesuai syariah. Permintaan tersebut tidak hanya berasal dari investor individu dari negara Timur Tengah penghasil minyak tetapi juga dari institusi keuangan islam yang juga tumbuh pesat. Institusi keuangan seperti bank islam dan asuransi islam (takaful) memerlukan instrumen untuk menginvestasikan dananya, dan sukuk menjadi pilihan utama sebagai pengganti obligasi konvensional.

### B. Jenis-Jenis Sukuk

Kata 'sukuk' merupakan bentuk jamak dari kata arab 'sakk' yang berarti sertifikat. Dalam hal ini sukuk akan menjadi sertifikat sebagai bukti kepemilikan atas suatu

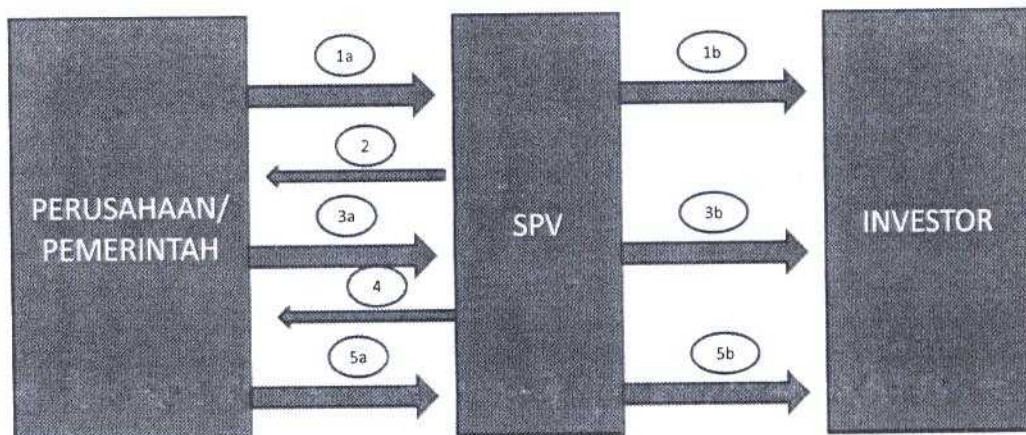
aset. Dengan demikian, sukuk adalah sebuah instrumen keuangan atau sekuritas sebagai bukti atau hak kepemilikan atas suatu aset. Kepemilikan tersebut dapat dimiliki melalui akad kerjasama (syirkah) atau akad sewa (ijarah), dengan demikian, sebagaimana saham, dapat diperdagangkan di pasar sekunder dimana harganya ditentukan oleh mekanisme permintaan dan penawaran yang ada di pasar tersebut.

Shanmugam dan Zahari (2009) mengelompokkan sukuk menjadi tiga jenis. Pertama, sukuk yang terbentuk dari transaksi bai' salam. Sukuk jenis ini biasanya memiliki jatuh tempo jangka pendek antara tiga bulan sampai dengan satu tahun dan digunakan untuk membiayai perdagangan komoditas. Investor membeli sukuk dan mereka memiliki hak untuk mendapatkan komoditas dengan kuantitas dan kualitas tertentu yang menjadi *underlying* dari sukuk tersebut pada saat jatuh tempo. Sukuk salam ini tidak diperdagangkan di pasar sekunder dan hanya dipegang hingga jatuh tempo. Perdagangan sukuk salam di pasar sekunder dikategorikan sebagai riba.

Jenis kedua adalah sukuk ijarah. Penerbit sukuk adalah perusahaan atau pemerintah yang membutuhkan dana untuk membiayai suatu proyek. Mekanismenya dimulai dari pembentukan sebuah perusahaan yang khusus didirikan untuk memfasilitasi penerbitan sukuk yang sering dinamakan Special Purpose Vehicles (SPVs). Setelah SPV terbentuk, maka proses penerbitan dapat dimulai. Proses diawali dengan aktifitas menjual aset yang dimiliki oleh perusahaan atau pemerintah ke SPV, dimana SPV secara bersamaan menjual sukuk kepada investor untuk mendapatkan dana guna membeli aset tersebut. Dengan demikian ada aliran kas dari investor ke SPV dan kemudian ke perusahaan/pemerintah sebesar harga jual aset. Perusahaan/pemerintah dapat memanfaatkan dana yang diterima untuk mendanai proyek yang sudah direncanakan. Proses jual beli ini membuat kepemilikan aset berpindah dari perusahaan/pemerintah ke SPV. Namun karena perusahaan/pemerintah sebenarnya masih membutuhkan aset tersebut, maka proses berikutnya adalah proses menyewa aset dari SPV oleh perusahaan/pemerintah. Melalui akad sewa ini maka perusahaan/pemerintah memiliki hak untuk memanfaatkan aset yang disewa tersebut. Konsekuensinya, perusahaan/pemerintah harus membayar sewa atas pemanfaatan aset tersebut kepada SPV. SPV kemudian menyalurkan pendapatan sewa tersebut kepada investor. Dengan demikian, ada aliran kas pendapatan sewa dari perusahaan/pemerintah ke SPV kemudian ke investor sebesar nilai sewa. Investor akan menerima pendapatan sewa ini secara periodik dalam jumlah yang tetap. Pendapatan yang sifatnya tetap ini dapat terjadi karena besar sewa per periodenya sudah ditetapkan di depan. Sebagaimana kebanyakan transaksi sewa menyewa, besar sewa sudah disepakati di depan. Pendapatan yang bersifat tetap yang diterima investor membuat sukuk ijarah memiliki pola kas yang sama dengan obligasi konvensional yang memberi bunga tetap setiap periodenya. Pada akhir periode sewa, perusahaan/pemerintah akan membeli kembali aset yang dulunya dijual ke SPV. Penerimaan uang dari hasil penjualan aset akan didistribusikan ke investor sebagai pemilik dari aset tersebut sebelumnya. Dengan demikian, ada



aliran kas dari perusahaan/pemerintah ke SPV kemudian ke investor sebesar harga penjualan dari aset. Secara skematis, proses penerbitan sukuk ijarah hingga saat pelunasannya adalah seperti Gambar 5.1. di bawah ini.



**Gambar 5.1.** Skema Sukuk Ijarah

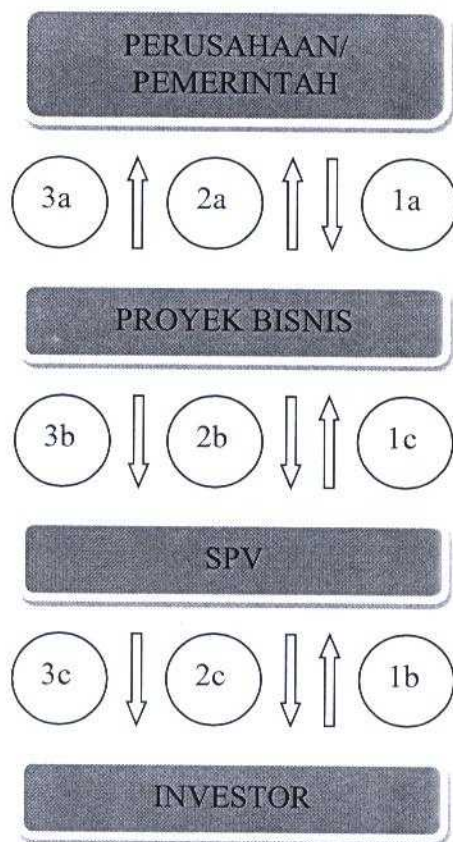
Keterangan:

- 1a: penjualan aset perusahaan/pemerintah ke SPV
- 1b: penjualan sukuk oleh SPV ke investor
- 2 : Perusahaan/pemerintah menyewa aset dari SPV
- 3a: Perusahaan/pemerintah membayar sewa ke SPV
- 3b: SPV mendistribusikan pendapatan sewa ke investor
- 4 : Perusahaan/pemerintah membeli kembali aset pada akhir sewa
- 5a: Perusahaan/pemerintah membayar sebesar harga jual aset ke SPV
- 5b: SPV mendistribusikan hasil penjualan aset ke investor

Jenis ketiga adalah sukuk musyarakah. Selain melibatkan tiga entitas yaitu perusahaan/pemerintah, SPV, dan investor, sukuk musyarakah juga melibatkan sebuah proyek bisnis yang dibentuk dari akad kerjasama. Seperti pada sukuk ijarah, mekanisme penerbitan sukuk musyarakah juga diawali dengan pembentukan SPV. Namun pembentukan SPV ini terlebih dahulu harus dilengkapi dengan proposal rencana bisnis yang akan dikerjakakan. Proyek yang dikerjakakan dapat berupa proyek baru yang terpisah dari proyek perusahaan atau merupakan proyek pengembangan dari proyek perusahaan yang sudah ada. Pendanaan proyek bisnis ini sebagian berasal dari perusahaan/pemerintah dan sebagian berasal dari SPV yang memperoleh dana dari investor. Setelah proyek bisnis beroperasi dan menghasilkan keuntungan, keuntungan akan dibagi antara perusahaan/pemerintah dan SPV dengan proporsi atau nisbah tertentu yang sudah ditetapkan di depan. Besar nisbah masing-masing pihak ditentukan berdasarkan porsi dana yang disetor untuk mendanai proyek dan juga faktor lain seperti tingkat kontribusi non finansial dalam pengelolaan proyek. Karena yang

ditetapkan hanya nisbah, dan berapa proporsi dana yang akan diterima masing-masing pihak masih ditentukan oleh besar keuntungan dari proyek bisnis per periodenya, maka tingkat bagi hasil yang nantinya diterima akan bersifat tidak tetap. Semakin besar laba yang dihasilkan oleh proyek dalam periode tertentu maka semakin besar pula tingkat bagi hasil yang diterima. Setelah proyek bisnis berakhir maka masing-masing pihak akan menerima pendapatan yang besarnya tergantung nilai pasar dari asset yang digunakan dalam proyek tersebut.

Gambar di bawah ini memperlihatkan mekanisme penerbitan sukuk musyarakah dari awal hingga akhir periode.



**Gambar 5.2.** Skema Sukuk Musyarakah

Keterangan:

- 1a : Perusahaan/pemerintah menyeter dana untuk proyek bisnis
- 1b : Investor membeli sukuk ke SPV
- 1c : SPV menyeter dna untuk proyek bisnis
- 2a : Proyek bisnis membagikan keuntungan ke perusahaan/pemerintah sesuai nisbah
- 2b : Proyek bisnis membagikan keuntungan ke SPV sesuai nisbah

- 2c : SPV mendistribusikan keuntungan ke investor sesuai porsi kepemilikan/modal
- 3a : Proyek bisnis di akhir proyek mengembalikan aset proyek ke perusahaan/pemerintah sesuai porsi kepemilikan berdasarkan harga pasar pada saat itu
- 3b : Proyek bisnis di akhir proyek mengembalikan aset proyek ke SPV sesuai porsi kepemilikan berdasarkan harga pasar pada saat itu
- 3c : SPV mendistribusikan hasil pengembalian aset ke investor

Ayub (2007) mengutip AAOIFI menambahkan lima tipe lain selain sukuk salam, sukuk ijarah, dan sukuk musyarakah. Kelima jenis sukuk yang berikutnya adalah sukuk istishna, sukuk murabahah, sukuk muzara'ah, sukuk musaqah, dan sukuk mugharashah.

Dalam sukuk istishna, penerbitnya adalah perusahaan yang akan memproduksi suatu aset dan investornya adalah pembeli dari produk yang dihasilkan oleh perusahaan tersebut. Aset tersebut misal berupa rumah, pabrik, jembatan, atau jalan tol. Kepemilikan aset akan segera berpindah ke pembeli ketika aset sudah diserahkan dan harga sudah dibayar sebesar harga pokok dan keuntungan. Pembayaran biasanya sudah dilakukan di depan yaitu saat investor membeli sukuk. Ketika aset sudah diserahkan dan kepemilikan sudah penuh di tangan pembeli (investor), sukuk dapat dipindahtanggankan ke investor lain.

Sukuk murabahah muncul dari transaksi jual beli dengan pembayaran tunda dalam akad murabahah. Penjual akan memiliki piutang atas penjualan barangnya. Sekuritas yang dibuat berdasarkan transaksi hutang piutang tidak dapat diperjualbelikan dan hanya dapat diuangkan pada saat jatuh tempo. Dengan demikian, transaksi berbasis murabahah tidak dapat dibuatkan sukuknya yang kemudian diperjualbelikan di pasar sekunder. Penjualan surat piutang tersebut masih diperbolehkan namun harganya harus sama dengan nilai nominal piutang. Namun demikian, jika barang tersebut sudah dibeli dan belum dijual maka memperdagangkan sekuritas diperbolehkan karena sekuritas tersebut mencerminkan aset atau komoditas, bukan mencerminkan nilai piutang. Sukuk murabahah biasanya digunakan untuk mendanai pembelian besar yang dilakukan pemerintah. Pemerintah membeli barang secara kredit dan membayarnya dengan angsuran. Angsuran yang dibayar meliputi harga pokok dan margin laba yang ditetapkan oleh penjual. Pemerintah kemudian mengeluarkan sertifikat yang jatuh temponya sesuai dengan saat angsuran-angsuran jatuh tempo. Sertifikat tersebut diterbitkan oleh pemerintah dan diserahkan ke penjual barang. Penjual barang dapat memindahtanggankan hak bayar mereka kepada orang lain dan orang yang mendapat (membeli) sertifikat tersebut akan menerima pembayaran dari pemerintah sesuai dengan nilai nominal dan waktu angsuran yang telah ditetapkan. Harga jualnya mestinya di bawah nilai nominal karena pembeli akan terbebani *collection cost*.

Sementara itu, tiga jenis sukuk yang lain terkait dengan produk perkebunan atau pertanian. Sukuk muzara'ah muncul dari akad dimana seseorang sepakat untuk menggarap sebidang tanah perkebunan atau pertanian yang dimiliki orang lain dengan imbalan berupa bagian dari hasil perkebunan atau pertanian dari lahan tersebut. Sukuk muqharasah terbentuk dari proyek joint venture di bidang perkebunan dan berbagi hasil dari panen yang dihasilkan. Sementara sukuk musaqah muncul dari akad antara pemilik kebun atau sawah dengan seseorang yang memberi jasa irigasi dan nantinya berbagi hasil dari hasil panennya.

### **C. Pihak yang Terkait dengan Penerbitan Sukuk**

Proses penerbitan sukuk pada umumnya menggunakan metode yang dikenal di keuangan konvensional sebagai securitization. Securitization adalah proses membuat surat berharga dari sebuah aset atau sesuatu yang memunculkan pendapatan pada masa yang akan datang. Dalam proses securitization ini, ada empat pihak yang menjadi pelaku utama. Pertama adalah penerbit sukuk atau originator. Penerbit sukuk menjual aset yang dimilikinya ke SPV dan menggunakan dana hasil penjualan aset tersebut untuk mendanai aktifitas penerbit sukuk. Penerbit sukuk bisa pemerintah atau perusahaan besar atau institusi keuangan seperti bank atau asuransi. Penerbit sukuk biasanya mendelegasikan proses penerbitan sukuk ke pihak lain dengan membayar sejumlah fee.

Kedua adalah Special Purpose Vehicles (SPVs), yaitu sebuah entitas yang dibentuk secara khusus untuk proses sekuritasasi dan pengelolaan penerbitan sukuk. SPV membeli aset dari perusahaan atau pemerintah pemilik aset (originator) dan mencari dana untuk membeli aset tersebut dengan menerbitkan sukuk. Ketiga, investment bank yang memiliki fungsi sebagai lembaga penjamin (underwriter) penerbitan sukuk. Investment bank akan mendapat fee atas jasanya ini. Investment bank terdiri dari sindikat bank islam dan bank-bank multinasional yang memiliki unit usaha syariah. Keempat adalah pemesan sukuk yang dapat berupa bank sentral, bank islam, lembaga keuangan non bank, atau individu-individu yang ingin memiliki sukuk yang akan diterbitkan. Di luar itu, pihak-pihak yang terlibat diantaranya auditor, konsultan hukum dan pajak, dan credit rating agency.

### **D. Perkembangan Pasar Sukuk**

Sukuk telah diterbitkan di sejumlah negara baik di negara yang mayoritas penduduknya muslim maupun negara yang tidak penduduknya muslim. Malaysia adalah negara yang pertama kali menerbitkan sukuk yaitu pada tahun 2002. Jenis sukuknya adalah sukuk negara atau sovereign sukuk. Sukuk yang tercatat pertama kali di London Stock Exchange (LSE) adalah sukuk negara yang diterbitkan oleh Bahrain pada tahun 2008, namun sebetulnya sukuk tersebut sudah juga diterbitkan di Luxemburg sejak tahun 2004. Sukuk juga diterbitkan di Amerika Serikat oleh sebuah perusahaan minyak dan gas East Cameron Partner pada tahun 2006.

Adam dan Thomas (2004) mencatat sejumlah penerbitan sukuk negara yang cukup signifikan di sejumlah negara. Pertama adalah Bahrain. Di Bahrain, the Bahrain Monetary Agency (BMA) telah menerbitkan sukuk jangka pendek dan menengah dengan nilai lebih dari 1 milyar dollar Amerika. Jenis akad yang digunakan adalah sukuk ijarah dan sukuk salam. Bahrain memiliki kontribusi yang penting untuk perkembangan sukuk dan sukuk pertama diterbitkan di Bahrain di awal tahun 2001. Bahrain adalah negara pertama yang menerbitkan sukuk dengan menggunakan mata uang dollar Amerika. Hutang pemerintah jangka pendek diganti dengan sukuk jangka menengah. Pemerintah Bahrain juga mendorong perusahaan dan bank lokal untuk menerbitkan sukuk. Sistem baru juga diberlakukan berupa fasilitas bahwa bank islam di Bahrain dapat menjual sukuk yang dipegangnya ke BMA untuk keperluan likuiditas bank dan nantinya dapat dibeli kembali. Di bawah ini adalah satu contoh penawaran sukuk negara oleh pemerintah Bahrain.

**Tabel 5.1.** Contoh Ringkasan Penawaran Sukuk Pemerintah Bahrain

Penerbit	LMC Sukuk Company (Anak Perusahaan Liquidity Management Centre, Bahrain)
Obligor	Pemerintah Kerajaan Bahrain
Aset yang disewakan	Salmaniya Medical Complex
Tanggal Penerbitan	Mei 2003
Nilai Penerbitan	US\$ 250 juta
Maturity	5 tahun
Yield	Floating rate dengan benchmark LIBOR US-dollar 6 bulan + 60bp
Peruntukan dana	Untuk membiayai berbagai proyek infrastruktur
Listing	Bahrain Stock Exchange
Lead arranger	Liquidity Management Company
Co-lead	Kuwait Finance House, National Bank of Bahrain, Islamic Development Bank, Dubai Islamic Bank, Credit Agricole Indosuez, Maybank, Bank of Bahrain, dan Bahrain Islamic Bank

Sumber: Adam dan Thomas (2004) mengutip Robert Gray 2003

Kedua, adalah Malaysia. Malaysia juga sangat aktif menerbitkan sukuk karena mereka memiliki misi agar terwujudnya sistem keuangan islam yang paralel dengan yang konvensional. Malaysia juga menjadi pioner dalam penerbitan sukuk dan sukuk negara Malaysia merupakan sukuk pertama yang dirating oleh lembaga rating internasional dengan hasil rating yang cukup baik yaitu BBB. Sukuk negara Malaysia tidak hanya dijual di Malaysia tetapi juga dijual di negara lain. Berikut ini salah satu contoh penawaran sukuk oleh pemerintah Malaysia

**Tabel 5.2.** Contoh Ringkasan Penawaran Sukuk Pemerintah Malaysia

Penerbit	Malaysia Global Sukuk Inc
Obligor	Pemerintah Malaysia
Aset yang disewakan	Selayang Hospital, Tengku Ampuan Rahimah Hospital, Jalan Duta Government living quarter, Jalan Duta Government Office Complex
Rating Penerbitan	BBB
Maturity	5 tahun
Yield	Floating rate dengan benchmark LIBOR US-dollar 6 bulan + Credit Spread
Peruntukan dana	Untuk membeli aset
Listing	Luxemburg Stock Exchange, Bahrain Stock Exchange, Labuan International Financial Exchange
Lead arranger	HSBC
Co-lead	ABC Islamic Bank, Abu Dhabi Islamic Bank, Bank Islam, Dubai Islamic Bank, Islamic Development Bank, Maybank, Standard Chartered

Sumber: Adam dan Thomas (2004) mengutip Robert Gray 2003

Ketiga adalah Qatar. Pemerintah Qatar memiliki komitmen yang tinggi untuk mengembangkan pasar sukuk. Jika sebelumnya mereka menerbitkan obligasi konvensional maka belakangan pemerintah Qatar menggantinya dengan sukuk ketika akan membiayai proyek baru, termasuk proyek Hamad Medical City. Sukuk pemerintah Qatar tercatat sebagai sukuk yang masuk kategori rating investment grade dengan nilai A+. Sukuk tersebut juga merupakan sukuk dengan nilai terbesar, yaitu US\$ 700 juta serta permintaannya mengalami oversubscribed lebih dari satu juta dollar Amerika. Berikut ini ringkasan dari penawaran sukuk oleh pemerintah Qatar.

**Tabel 5.3.** Contoh Ringkasan Penawaran Sukuk Pemerintah Qatar

Penerbit	Qatar Global Sukuk Inc
Obligor	Pemerintah Qatar
Aset yang disewakan	Certain land parcel in Qatar
Rating Penerbitan	A+
Maturity	7 tahun, dengan amortisasi straight-line dari tahun ke 3 sd 7
Yield	Floating rate dengan benchmark LIBOR US-dollar 6 bulan + Credit Spread
Peruntukan dana	Untuk membeli aset
Joint Lead	HSBC dan QIIB
Co-lead	Abu Dhabi Islamic Bank, CIMB Islamic, Gulf International Bank, Islamic Development Bank, Kuwait Finance House, dan Qatar Islamic Bank

Sumber: Adam dan Thomas (2004) mengutip Robert Gray 2003

Di Indonesia, sukuk juga sudah cukup berkembang. Sukuk pertama kali diluncurkan di Indonesia pada tahun 2002. Hingga tahun 2013, sudah ada 60 emisi sukuk korporasi dan sukuk yang masih beredar adalah sebanyak 38 sukuk dengan nilai lebih dari Rp 8 trilyun. Tabel 5.4 di bawah ini memperlihatkan perkembangan sukuk di Indonesia.

**Tabel 5.4.** Perkembangan Sukuk Korporasi di Indonesia

Tahun	Emisi Sukuk		Sukuk Outstanding		
	Total Nilai (Rp miliar)	Total Jumlah	Total Nilai (Rp miliar)	Total Jumlah	
2002	175.0	1	175.0	1	
2003	740.0	6	740.0	6	
2004	1,424.0	13	1,394.0	13	
2005	2,009.0	16	1,979.4	16	
2006	2,282.0	17	2,179.4	17	
2007	3,174.0	21	3,029.4	20	
2008	5,498.0	29	4,958.4	24	
2009	7,015.0	43	5,621.4	30	
2010	7,815.0	47	6,121.0	32	
2011	7,915.4	48	5,876.0	31	
2012	9,790.4	54	6,883.0	32	
2013	Jan	9,790.4	54	6,883.0	32
	Feb	10,169.4	57	7,262.0	35
	Mar	11,294.4	60	8,387.0	38

**Tabel 5.5.** Sukuk Negara Indonesia Global

Tahun	Orderbook	Allotment	Penerbit	Tanggal Penerbitan	Tanggal Jatuh Tempo	Tingkat Imbalan
2009	USD4,7 miliar	USD650 juta	Perusahaan Penerbit SBSN Indonesia I	23 Apr 2009	23 Apr 2014	8,8%
2011	USD6,5 miliar	USD1 miliar	Perusahaan Penerbit SBSN Indonesia II	21 Nov 2011	21 Nov 2018	4,0%
2012	USD5,3 miliar	USD1 miliar	Perusahaan Penerbit SBSN Indonesia III	21 Nov 2012	21 Nov 2022	3,3%
2013	USD5,7 miliar	USD1,5 miliar	Perusahaan Penerbit SBSN Indonesia III	17 Sep 2013	17 Mar 2019	6,125%

Selain sukuk korporasi, pemerintah Indonesia juga menerbitkan sukuk negara. Sukuk negara ini ada dua jenis yaitu sukuk negara untuk pasar global dan sukuk negara untuk pasar domestik yang lebih dikenal dengan nama sukuk retail. Tercatat sudah ada empat kali penerbitan sukuk negara global yang dilakukan oleh pemerintah Indonesia seperti nampak pada Tabel 5.5.

Sementara itu, Sukuk Negara Retail sampai dengan tahun 2013 telah diterbitkan sebanyak 5 kali. Sukuk retail ini merupakan versi syariah dari obligasi retail Indonesia (ORI) yang sudah terlebih dahulu terbit. Karakteristik sukuk retail yang diterbitkan oleh pemerintah nampak dalam Tabel 5.6.

**Tabel 5.6.** Sukuk Negara Indonesia Retail

Seri	Tahun Terbit	Jatuh Tempo	Bagi Hasil
SR-001	2009	25 Februari 2012	12%
SR-002	2010	10 Februari 2013	8,7%
SR-003	2011	23 Februari 2014	8,15%
SR-004	2012	21 September 2015	6,25%
SR-005	2013	27 Februari 2016	6,0%

Sukuk negara retail ini digunakan oleh pemerintah untuk membiayai pengeluaran negara dengan menggunakan underlying sejumlah aset dan proyek negara. Tabel 5.7 di bawah ini adalah contoh ringkasan penawaran sukuk negara retail.

**Tabel 5.7.** Ringkasan Informasi Sukuk Negara Retail SR-005

Bentuk SR-005	SBSN tanpa warkat ( <i>scripless</i> )
Akad	<i>Ijarah – Asset To Be Leased</i>
Underlying Asset	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Proyek dalam APBN tahun 2013 dengan nilai dan spesifikasi sebagaimana tercantum dalam Dokumen Transaksi Aset</li> <li>• Barang Milik Negara (BMN) berupa tanah dan/atau bangunan</li> <li>• Menteri Keuangan menetapkan rincian Proyek dan BMN yang akan digunakan sebagai Aset SBSN dalam rangka penerbitan Sukuk Negara Ritel seri SR-005</li> </ul>
Issuer	Perusahaan Penerbit SBSN Indonesia
Investor	Perorangan (individu) yang telah memiliki rekening di BSM
Nilai Nominal Per Unit	Rp1 juta
Nilai Nominal Pemesanan pembelian	Rp5 juta (5 unit) dan kelipatan Rp5 juta serta batas maksimum sebesar Rp 5 miliar
Tenor	3 tahun
Tradability	<i>Tradable</i>
Kupon	6% p.a dan dibayarkan setiap bulan pada tanggal 27



Masa Penawaran	8 Februari s.d. 22 Februari 2013 jam 10.00 WIB BSM hanya melayani pemesanan pembelian dari tanggal 8 Februari s.d. 21 Februari 2013, mulai jam 08.00 s.d. 13.00 WIB
Tanggal Penerbitan	27 Februari 2013
Tanggal Jatuh Tempo	27 Februari 2016
Tanggal Penjatahan	25 Februari 2013
Tanggal Setelmen	27 Februari 2013
Tanggal Pencatatan di Bursa	28 Februari 2013
Nominal Pelunasan	<i>At par (100%), bullet payment</i>
Agen Pembayar	Bank Indonesia
Subregistry	Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) melalui Partisipan/Nasabah Subregistry: Kustodian Bank Bukopin
Pasar Perdana:	
• Biaya	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Biaya Materai untuk Pernyataan dan Kuasa dan Pembukaan Rekening Surat Berharga di Kustodian Bank Bukopin</li> <li>• Biaya penyimpanan Efek di Kustodian Bank Bukopin sebesar 0.025% p.a minimum Rp5.000/bulan. Biaya penyimpanan Efek dibayarkan setiap bulan dengan pemotongan secara langsung dari Imbalan/Kupon SR-005 yang diterima nasabah.</li> </ul>
• Pajak	Pajak Kupon sebesar 15% (PPH Final)
Pasar Sekunder:	
• Biaya Transaksi	Rp 25.000 per transaksi. Apabila nasabah ingin membeli SR-005 di Pasar Sekunder maka biaya ditambah dengan biaya-biaya yang dikenakan di Pasar Perdana.
• Pajak	<i>capital gain</i> dan kupon berjalan ( <i>accrued return</i> ) sebesar 15% (PPH Non Final), dikenakan apabila nasabah melakukan penjualan Sukuk Negara Ritel di Pasar Sekunder.

## E. Penutup

Sukuk adalah produk keuangan islami yang dapat dianggap paling berhasil. Produk ini berhasil salah satunya karena memiliki karakteristik yang sangat mirip dengan produk konvensional. Perbedaan terpenting dari sukuk dibandingkan dengan obligasi konvensional adalah bahwa dalam sukuk harus ada aset atau proyek yang menjadi underlying. Melihat persyaratan ini, maka sukuk secara natiral lebih kecil risikonya dibandingkan dengan obligasi konvensional.

# BAB VI

## REKSADANA SYARIAH

---

### A. Pendahuluan

Reksadana adalah institusi keuangan yang tujuannya adalah mengumpulkan dana dari masyarakat dan kemudian diinvestasikan ke surat berharga. Surat berharga tersebut dapat berupa saham, obligasi, atau surat hutang jangka pendek. Dengan demikian investasi di reksadana adalah investasi yang sifatnya tidak langsung, karena investor tidak mengelola dananya sendiri melainkan dikelola oleh manajer investasi yang ada di perusahaan reksadana. Pada bagian ini akan dijelaskan gambaran tentang reksadana syariah dan strategi berinvestasi di reksadana syariah.

### B. Reksadana Syariah

Perusahaan investasi (*investment company*) adalah perusahaan intermediari yang mengumpulkan dana dari masyarakat investor dan dana yang terkumpul akan digunakan untuk membeli surat berharga atau aset yang lain. Reksadana atau *mutual fund* adalah salah satu bentuk perusahaan investasi yang jenisnya terbuka (*open-end*). Pemegang reksadana dapat menguangkan kembali (menjual) reksadana yang dimiliki ke perusahaan reksadana penerbit sesuai dengan Nilai Aktiva Bersih (NAB) pada hari itu. Keuntungan yang diperoleh adalah dari selisih harga saat beli dengan harga saat jual.

Menurut Bodie, Kane, dan Marcus (2009), perusahaan investasi, termasuk reksadana, memiliki empat fungsi penting. *Pertama*, reksadana akan menyimpan dan mengadministrasi data. Mereka akan menerbitkan laporan secara periodik tentang kinerjanya, capital gain dan dividen yang didistribusikan, investasi yang dilakukan, data *redemption*, dan juga kemungkinan reksadana menginvestasikan kembali dividen dan bunga yang diterima. *Kedua*, reksadana melakukan diversifikasi dan pemecahan. Karena reksadana memiliki jumlah dana yang relatif besar dari hasil pengumpulan dana investor maka reksadana dapat melakukan diversifikasi ke lebih banyak surat berharga dengan porsi pecahan untuk masing-masing surat berharga yang cukup signifikan. *Ketiga*, reksadana dikelola manajer profesional. Banyak perusahaan reksadana yang dikelola secara full time oleh analis sekuritas dan manajer portfolio

profesional yang berusaha mendapatkan hasil yang superior untuk investor. *Keempat*, biaya transaksi yang rendah. Karena perdagangan yang dilakukan oleh reksadana adalah perdagangan besar (block sale) maka mereka dapat menghemat biaya untuk fee dan komisi broker.

Dengan adanya fungsi tersebut menjadikan reksadana sebagai pilihan investasi yang menarik terutama bagi mereka yang belum mahir atau tidak punya waktu untuk berinvestasi langsung ke pasar modal. Ini merupakan salah satu kemungkinan sebab mengapa industri reksadana terus tumbuh termasuk reksadana syariah di Indonesia.

Reksadana syariah adalah reksadana yang mengalokasikan dana terkumpul untuk diinvestasikan ke surat berharga yang sesuai dengan hukum islam. Jenis reksadana syariah yang ditawarkan sama dengan yang ditawarkan oleh reksadana konvensional meliputi reksadana saham, pendapatan tetap, campuran, pasar uang, terproteksi, dan indeks. Meskipun demikian, tidak semua surat berharga boleh dimasukkan dalam portfolio reksadana syariah. Reksadana saham syariah hanya akan memasukkan saham-saham syariah yang masuk dalam Daftar Efek Syariah di Bursa Efek Indonesia sebagai pilihan. Reksadana pendapatan tetap syariah hanya memasukkan sukuk atau obligasi syariah sebagai pilihan. Sementara reksadana pasar uang hanya memasukkan produk-produk pasar uang dan perbankan syariah.

Selain terkait dengan pilihan surat berharga, perusahaan reksadana syariah juga memiliki dewan reksadana pengawas syariah. Untuk memastikan bahwa surat berharga yang dimasukkan dalam portfolio sesuai dengan syariah maka pilihan investasi reksadana syariah harus disaring dan disetujui oleh dewan pengawas syariah ini. Peraturan dan keputusan dewan pengawas syariah bersifat mengikat bagi bagi perusahaan reksadana dan manajer investasi akan dinilai oleh dewan pengawas syariah secara periodik.

Menurut Norman (2004), peran dewan pengawas syariah dapat berbeda antara satu reksadana dengan reksadana yang lain. Selain peran sebagai pengesahan, dewan pengawas syariah juga memiliki sejumlah peran lain. Diantaranya; mempelajari prospektus, dokumen konstitusional dan setiap perjanjian utama; memberi saran kepada manajer terkait dengan kepatuhan pada syariah; serta menyiapkan audit syariah tahunan dan menerbitkan laporan kepada investor.

Menurut Syarief (2008), reksadana syariah di Indonesia sudah ada sejak tahun 1997. Hal ini ditandai dengan peluncuran Danareksa Syariah pada 3 Juli 1997 oleh PT. Danareksa Investment Management. Namun di awal peluncurannya belum berkembang dengan baik karena saham syariah saja baru muncul tiga tahun berikutnya yaitu tanggal 3 Juli 2000 dimana Bursa Efek Indonesia berkerjasama dengan PT. Danareksa Investment Management meluncurkan *Jakarta Islamic Index* (JII). Namun saat ini, perkembangan reksadana syariah cukup pesat seperti nampak dalam Tabel 6.1.

Melihat Tabel 6.1, nampak bahwa perkembangan reksadana syariah dalam kurun waktu enam belas tahun terakhir cukup pesat. Bahkan pertumbuhannya lebih tinggi dibandingkan dengan pertumbuhan reksadana konvensional. Ini terlihat dari

persentase jumlah reksadana syariah terhadap jumlah total reksadana yang selalu meningkat dari tahun ke tahun. Hal yang sama juga terjadi pada Nilai Aktiva Bersih (NAB) reksadana syariah.

**Tabel 6.1.** Perbandingan Perkembangan Reksadana Syariah dan Reksadana Konvensional

Tahun	Jumlah Reksadana				NAB Reksadana			
	Total	Konvensional	Syariah	Persen Tase	Total	Konvensional	Syariah	Persen tase
2002	131	131	0	0.00%	46613.83	46613.83	0.00	0.00%
2003	186	182	4	2.15%	69447.00	69380.06	66.94	0.10%
2004	246	235	11	4.47%	104037.00	103444.25	592.75	0.57%
2005	328	311	17	5.18%	29405.73	28846.63	559.10	1.90%
2006	403	380	23	5.71%	51620.08	50896.68	723.40	1.40%
2007	473	447	26	5.50%	92190.63	89987.54	2203.09	2.39%
2008	567	531	36	6.35%	74065.81	72251.01	1814.80	2.45%
2009	610	564	46	7.54%	112983.35	108354.13	4629.22	4.10%
2010	612	564	48	7.84%	149087.37	143861.59	5225.78	3.51%
2011	646	596	50	7.74%	168236.89	162672.1	5564.79	3.31%
2012	754	695	59	7.82%	212592.04	204541.97	8050.07	3.79%
2013	823	758	65	7.90%	192544.52	183112.33	9432.19	4.90%
2014	894	820	74	8.28%	241462.09	230304.09	11158.00	4.62%
2015	1091	998	93	8.52%	271969.00	260949.75	11019.43	4.05%
2016	1425	1289	136	9.54%	338749.80	323835.18	14914.63	4.40%
2017	1777	1595	182	10.24%	457506.57	429194.80	28311.77	6.19%
2018	2099	1875	224	10.67%	505390.30	470899.13	34491.17	6.82%

Sumber: Statistik Pasar Modal Syariah Januari 2019- OJK

Mengapa reksadana syariah perkembangannya cukup pesat di Indonesia? Sebenarnya, jika mencermati tabel di atas, reksadana secara umum cukup tinggi perkembangannya di Indonesia. Fenomena perkembangan reksadana ini tidak hanya terjadi di Indonesia. Di Amerika Serikat, perkembangan reksadana yang cukup pesat sudah lama dicatat. Gruber (1996) mencatat pertumbuhan reksadana di Amerika Serikat rata-rata 20% per tahun dan Zheng (1999) mencatat bahwa nilai dana yang dikelola perusahaan reksadana sudah lebih besar daripada dana yang disimpan di tabungan bank. Tumbuh berkembangnya reksadana ini bisa jadi karena reksadana dapat mengelola dana yang cukup besar sehingga dapat mendiversifikasikan investasinya dengan baik, hal yang sulit dilakukan oleh investor individual yang dananya terbatas. Karena dananya yang besar, maka reksadana dapat melakukan transaksi *block sale* yang biaya transaksinya relatif rendah.

Perkembangan reksadana syariah di Indonesia juga bisa jadi karena kinerja reksadana syariah selama ini. Jika dilihat NAB reksadana syariah yang secara persentase memiliki kecenderungan meningkat dibandingkan dengan NAB reksadana konvensional (lihat Tabel 1 di atas), maka dapat diinterpretasikan bahwa reksadana syariah secara umum memberikan return yang lebih tinggi dari pada reksadana konvensional. Namun sejumlah penelitian yang membandingkan kinerja reksadana syariah dan reksadana konvensional tidak mendukung. Rahman (2013) menemukan bahwa pada periode krisis tahun 2008 kinerja reksadana konvensional lebih baik daripada kinerja pasar sementara reksadana syariah justru lebih rendah daripada kinerja pasar. Meskipun demikian, pada periode setelah krisis, baik reksadana syariah maupun konvensional kinerjanya di bawah kinerja pasar. Sementara itu Susanto (2012) menemukan bahwa reksadana konvensional lebih baik daripada reksadana syariah untuk jenis reksadana saham dan campuran sedangkan untuk reksadana pendapatan tetap kinerja reksadana syariah lebih baik. Hanya Romadon (2012) yang menemukan bahwa kinerja reksadana syariah lebih baik daripada kinerja reksadana konvensional. Namun sayangnya penelitian Romadon menggunakan sampel yang terbatas. Dari sejumlah penelitian tersebut terlihat bahwa kinerja reksadana syariah memang tidak selalu lebih baik dibandingkan dengan yang konvensional.

Perbandingan kinerja reksadana syariah dan reksadana konvensional di sejumlah negara juga beragam. Di Saudi Arabia, Dabbeeru (2006) tidak menemukan perbedaan kinerja antara reksadana syariah dan konvensional. Di Malaysia, Mansor dan Bhatti (2011) menemukan bahwa reksadana syariah kinerjanya lebih baik daripada reksadana konvensional pada periode bearish dan pada periode bullish kadang reksadana syariah lebih baik namun kadang reksadana konvensional yang lebih baik. Penelitian dengan lingkup reksadana syariah internasional juga menemukan hasil yang beragam. Elfakhani et al. (2005) dan Abderrazak (2008) menemukan tidak ada perbedaan antara kinerja reksadana syariah dan konvensional. Sedangkan Hayat dan Kraeussl (2012) menemukan bahwa kinerja reksadana syariah lebih rendah daripada reksadana konvensional. Sementara Rubio, Hassan, dan Merdad (2012) menemukan bahwa reksadana syariah memiliki kinerja lebih baik dibandingkan dengan reksadana internasional pembandingnya.

Jika kinerja reksadana syariah tidak dapat dijadikan sebagai keunggulan maka perlu argumentasi lain untuk memilihnya. Bagi investor muslim, alasan kehalalan dapat dijadikan sebagai referensi. Jika alasan kehalalan yang digunakan maka permasalahan yang mengemuka tidak lagi apakah kinerja reksadana syariah lebih baik daripada reksadana konvensional. Kalaupun kinerja atau return yang diterima lebih rendah daripada yang konvensional mereka tetap akan memilih yang syariah. Argumen ini barang kali juga berlaku bagi investor yang memilih saham perusahaan yang memiliki kepedulian sosial. Meskipun return saham dalam indeks socially responsible investment (SRI) tidak lebih unggul dari pada saham perusahaan secara umum, bahkan menurut temuan Jones et al (2008) justru lebih rendah, saham dalam indeks SRI tetap tumbuh. Alasan yang lain adalah untuk diversifikasi karena

ada temuan reksadana syariah unggul pada saat kondisi pasar bearish, seperti Mansor dan Bhatti (2011). Jika alasan memilih reksadana syariah karena untuk mencari kehalalan dan atau untuk diversifikasi, masalahnya tinggal bagaimana memilih yang terbaik dari reksadana syariah yang ada.

Gruber (1996) berpendapat bahwa perkembangan pesat reksadana di Amerika karena ada persistensi kinerja reksadana. Jika reksadana kinerjanya konsisten maka investor akan lebih mudah dalam memilih reksadana. Jika kinerja konsisten, maka investor cukup memilih reksadana yang kinerjanya bagus pada periode sebelumnya dan akan mendapatkan return yang bagus pula. Gruber (1996) menemukan adanya persistensi kinerja reksadana pada periode 1985-1994 di Amerika Serikat. Sementara itu Grinblat dan Titman (1992) juga menemukan adanya persistensi kinerja pada periode 1974-1984. Uji persistensi kinerja reksadana di Indonesia sudah dilakukan oleh sejumlah peneliti. Dwianggoro et al (2012) dengan menggunakan data tahun 2006 sampai dengan 2011 menemukan tidak ada reksadana yang kinerjanya konsisten selama 5 tahun berturut-turut namun ditemukan persistensi dalam jangka yang lebih pendek ketika menggunakan ukuran indeks Jensen dan Sharpe namun tidak pernah konsisten ketika menggunakan indeks Treynor. Sementara itu, Elviani dan Linawati (2013) menemukan adanya persistensi kinerja reksadana untuk periode tahun 2008-2012. Dengan demikian ada tidaknya persistensi kinerja reksadana di Indonesia belum konklusif.

### **C. Kinerja Reksadana Syariah**

Kinerja reksadana secara umum diukur dari perkembangan Nilai Aktiva Bersih (NAB)nya. Sebagaimana saham, jika ingin membandingkan kinerja reksadana satu dengan yang lain, perlu dinyatakan dalam bentuk return dalam periode tertentu. Kinerja investasi secara umum sebaiknya memperhatikan tidak hanya return tetapi juga risikonya. Ukuran yang mempertimbangkan return dan risiko diantaranya adalah Sharpe Measure, Treynor Measure, dan Jensen Measure. Penilaian kinerja yang belakangan menggunakan sejumlah faktor risiko untuk menghilangkan pengaruh faktor tersebut dalam kinerja reksadana. Dengan demikian, perubahan kinerja memang sepenuhnya hanya dilihat dari kemampuan manajer investasi dalam mengelola dana. Khamlichi et al (2014), misalnya, masukkan empat faktor yaitu market premium, size factor, value factor, dan momentum factor sebagai pengontrol kinerja reksadana.

Penelitian tentang kinerja reksadana syariah pada umumnya membandingkan kinerja reksadana syariah dengan sebuah benchmark. Perbandingannya dapat hanya terkait dengan returnnya namun kebanyakan terkait dengan ukuran return-risiko. Benchmark pertama yang dijadikan pembanding adalah kinerja pasar. Kinerja pasar merujuk kepada indeks saham islami seperti Jakarta Islamic Index (JII) dan Dow Jones Islamic Market Index (DJIM). Rahman (2013), misalnya, membandingkan kinerja reksadana syariah dengan kinerja pasar pada saat krisis keuangan tahun 2008 dan menemukan bahwa kinerja reksadana syariah saat itu lebih rendah dibandingkan

dengan kinerja pasar. Pada tingkat global, Rubio, Hassan, dan Merdad (2012) menemukan bahwa reksadana syariah memiliki kinerja lebih baik dibandingkan dengan reksadana internasional pembandingnya.

Pembandingan yang paling banyak diteliti adalah reksadana konvensional. Hasil perbandingan cukup beragam. Di Indonesia, Rahman (2013) menemukan bahwa reksadana konvensional lebih baik, Susanto (2012) menemukan bahwa reksadana konvensional lebih baik untuk jenis saham dan campuran tetapi reksadana syariah lebih baik untuk jenis pendapatan tetap. Sementara Romadon (2012) menemukan reksadana syariah kinerjanya lebih baik. Di Saudi Arabia, Dabbeeru (2006) tidak menemukan perbedaan kinerja antara reksadana syariah dan konvensional. Di Malaysia, Mansor dan Bhatti (2011) menemukan bahwa reksadana syariah kinerjanya lebih baik daripada reksadana konvensional pada periode bearish dan pada periode bullish kadang reksadana syariah lebih baik namun kadang reksadana konvensional yang lebih baik. Pada level internasional, Elfakhani et al. (2005) dan Abderrazak (2008) menemukan tidak ada perbedaan antara kinerja reksadana syariah dan konvensional. Sedangkan Hayat dan Kraeussl (2012) menemukan bahwa kinerja reksadana syariah lebih rendah daripada reksadana konvensional.

Investor dapat memantau perkembangan dana yang diinvestasikan di reksadana lewat informasi Nilai Aktiva Bersih (NAB) yang diumumkan setiap hari. Dengan membandingkan NAB saat membeli dengan NAB saat sekarang, investor dapat menghitung return dari reksadana. Tabel 6.2 di bawah ini menginformasikan rata-rata return reksadana dalam periode tahunan dan bulanan selama tahun 2010 – 2016.

**Tabel 6.2.** Rata-Rata Return Tahunan dan Return Bulanan Reksadana 2010-2016

Tahun	Reksadana Saham		Reksadana Pendapatan tetap		Reksadana Campuran	
	Rata-rata Return Tahunan (%)	Rata-rata Return Bulanan (%)	Rata-rata Return Tahunan (%)	Rata-rata Return Bulanan (%)	Rata-rata Return Tahunan (%)	Rata-rata Return Bulanan (%)
2010	29.61429	2.467857	10.31762	0.859802	21.80262	1.816885
2011	0.65	0.054167	16.09714	1.341429	3.284286	0.27369
2012	8.44125	0.703438	7.818571	0.651548	7.182143	0.598512
2013	3.050323	0.277302	-0.27429	-0.02286	2.934351	0.244529
2014	26.59649	2.216374	7.255714	0.604643	20.32255	1.693546
2015	-15.4167	-1.28472	2.052944	0.171079	-9.23021	-0.76918
2016	23.24353	1.936961	6.528232	0.544019	13.08519	1.090433
Rata-rata	10.88274	0.910196	7.113706	0.592809	8.482991	0.706916
SD	15.18579	1.263805	4.957256	0.413105	10.08557	0.840464

Dari tabel di atas terlihat bahwa reksadana saham memiliki rata-rata return yang paling tinggi, disusul reksadana campuran, dan yang terendah adalah reksadana pendapatan tetap. Hasil ini sesuai dengan kaidah bahwa semakin tinggi risiko sebuah

investasi maka returnnya akan semakin tinggi. Saham adalah surat berharga yang risikonya lebih tinggi dibandingkan dengan obligasi. Sementara reksadana campuran terdiri dari saham dan obligasi sehingga risikonya ada ditengah-tengahnya. Tinggi risiko reksadana saham tidak hanya berbasis sifat sahamnya tetapi juga didukung oleh fakta empiris dimana standar deviasi reksadana saham juga yang paling besar, disusul reksadana campuran, dan yang terendah standar deviasinya adalah reksadana pendapatan tetap. Meskipun secara umum, reksadana saham memberikan return yang tertinggi, tetapi tidak semua tahun terjadi yang seperti itu. Dari tabel di atas, terlihat bahwa di tahun 2011 dan 2015, justru reksadana saham memperoleh return terendah dan reksadana pendapatan tetap memperoleh return tertinggi. Temuan untuk tahun 2015 mungkin dapat dijelaskan karena pada tahun tersebut kondisi pasar saham sedang menurun sehingga baik reksadana saham maupun reksadana campuran rata-rata returnnya negatif. Namun untuk temuan tahun 2011, penulis belum mengetahui mengapa temuan tersebut muncul.

#### D. Persistensi Kinerja Reksadana Syariah

##### 1. Persistensi Jangka Panjang

Ada tiga jenis reksadana syariah yang dianalisis persistensi kinerjanya dalam penelitian ini yaitu reksadana saham, reksadana pendapatan tetap, dan reksadana campuran. Hasil analisis persistensi kinerja reksadana saham nampak pada tabel 6.3 di bawah ini.

**Tabel 6.3.** Hasil Analisis Persistensi Kinerja Reksadana Saham Syariah

Tahun Dasar	Tingkat Persistensi (%)						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
2010	100	80	80	40	40	40	40
2011		100	100	60	40	40	40
2012			100	60	40	40	40
2013				100	40	0	20
2014					100	20	20
2015						100	0

Dari tabel di atas dapat dilihat bahwa secara umum persistensi kinerja reksadana saham syariah cukup tinggi di tahun 2010 dan 2011. Di tahun 2010, 5 reksadana terbaik di tahun tersebut, 80% nya masih menjadi yang terbaik di tahun 2011 dan 2012. Di tahun 2011, 5 reksadana terbaik di tahun tersebut, 100% masih menjadi 5 yang terbaik di tahun 2012 dan 60%nya masih menjadi terbaik di tahun 2013. Persistensi mulai menurun di tahun 2012 dimana pada tahun berikutnya hanya 60% yang masih masuk 5 besar dan dua tahun berikutnya tinggal 40%. Persistensi menurun kembali pada tahun 2013, 2014 dan 2015. Di tahun 2013, tingkat persistensi di tahun berikutnya hanya 40% dan persistensinya menjadi hilang di dua tahun berikutnya. Di tahun 2014, tingkat persistensi di tahun berikutnya hanya 20%, dan di tahun 2015 bahkan tidak ada persistensi di tahun berikutnya.



Sementara itu, hasil analisis persistensi reksadana pendapatan tetap syariah nampak pada tabel 6.4 di bawah ini.

**Tabel 6.4.** Hasil Analisis Persistensi Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap Syariah

Tahun Dasar	Tingkat Persistensi (%)						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
2010	100	80	80	40	80	80	60
2011		100	100	40	60	60	80
2012			100	40	60	60	80
2013				100	40	40	40
2014					100	40	60
2015						100	40

Persistensi reksadana pendapatan tetap syariah cukup tinggi di tahun 2010 dan 2011. Di tahun 2010, 80% dari lima besar penghasil return di tahun 2010 tetap berada di lima besar pada tahun 2011 dan 2012. Di tahun 2011, lima besar penghasil return tahun 2010 tetap menjadi lima besar di tahun 2012, meskipun kemudian hanya tinggal 40% di tahun 2013. Penurunan persistensi terjadi mulai tahun 2012. Pada tahun 2012, hanya 40% dari lima besar di tahun 2012 yang tetap di lima besar pada tahun 2013. Namun demikian, tingkat persistensinya meningkat menjadi 60% ditahun 2014 dan 2015, bahkan menjadi 80% di tahun 2016. Fenomena di tahun 2012 ini cukup menarik karena ada pola U dalam persistensi kinerja reksadana pendapatan tetap syariah. Pada tahun 2013, 2014 dan 2015, tingkat persistensi mengalami penurunan persistensi yang konstan menjadi 40% sejak tahun pertama setelah tahun dasar. Dari temuan di atas, kita dapat simpulkan bahwa pola persistensi reksadana pendapatan tetap mirip dengan pola persistensi reksadana saham, yaitu memiliki persistensi tinggi di tahun 2010 dan 2011, namun kemudian menurun persistensinya untuk tahun-tahun berikutnya. Meskipun polanya sama, namun secara umum tingkat persistensi kinerja reksadana pendapatan tetap lebih tinggi daripada persistensi kinerja reksadana saham.

Jenis reksadana terakhir yang dianalisis persistensinya adalah reksadana campuran. Hasil analisis persistensi untuk reksadana campuran syariah ada dalam tabel 6.5.

**Tabel 6.5.** Hasil Analisis Persistensi Kinerja Reksadana Campuran Syariah

Tahun Dasar	Tingkat Persistensi (%)						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
2010	100	80	80	80	60	40	20
2011		100	100	100	60	20	40
2012			100	100	60	20	40
2013				100	60	20	40
2014					100	20	20
2015						100	20

hasil analisis persistensi reksada... jenis reksadana sebelumnya... tahun 2010 dan 2011 juga tinggi. Untuk tahun 2010 besarnya sebesar 80% bertahan...

reksadana campuran memiliki tingkat persistensi tertinggi, disusul reksadana pendapatan tetap, dan terendah adalah reksadana saham.

Uji persistensi jangka pendek dilakukan dengan melihat apakah reksadana dengan kinerja lima terbaik pada suatu bulan tetap berada di lima terbaik pada bulan-bulan berikutnya. Tabel 6.6 di bawah ini adalah rangkuman tingkat persistensi kinerja reksadana saham untuk satu hingga enam bulan kedepan.

**Tabel 6.6.** Rangkuman Hasil Uji Persistensi Jangka Pendek Reksadana Saham

Tahun	Durasi Persistensi					
	1 bln	2 bln	3 bln	4 bln	5 bln	6 bln
2010	0.85	0.8	0.85	0.85	0.8	0.7
2011	0.8	0.7	0.7	0.7	0.65	0.75
2012	0.8	0.75	0.85	0.8	0.7	0.7
2013	0.5	0.45	0.5	0.3	0.3	0.3
2014	0.5	0.35	0.35	0.35	0.3	0.35
2015	0.4	0.15	0.25	0.35	0.25	0.1
2016	0.3	0.15	0.3	0.35	0.2	0.25

Dari baris pertama tabel 6 atas nampak bahwa pada tahun 2010, kinerja reksadana saham cukup tinggi persistensinya. Reksadana saham yang kinerjanya

Sama dengan dua jenis reksadana sebelumnya, tingkat persistensi kinerja reksadana campuran pada tahun 2010 dan 2011 juga tinggi. Untuk tahun 2010, tingkat persistensi lima besarnya sebesar 80% bertahan selama tiga tahun. Untuk tahun 2011, tingkat persistensinya bahwa sebesar 100% untuk dua tahun berikutnya sebelum kemudian turun menjadi 60% di tahun ketiga. Namun berbeda dengan dua reksadana sebelumnya, tingkat persistensi reksadana campuran masih tetap tinggi di tahun 2012. Di tahun 2012, tingkat persistensi kinerja reksadana adalah 100% untuk tahun 2013 kemudian menurun menjadi 60% di tahun 2014. Pada tahun 2013, 2014, dan 2015, persistensi reksadana campuran menurun cukup drastis. Tahun 2013, persistensi turun pada tingkat 60% di tahun pertama kemudian turun ke tingkat 20% pada tahun berikutnya. Di tahun 2014 dan 2015 bahkan tingkat persistensinya sudah turun menjadi 20% di tahun pertama.

Dari data di atas, kita melihat ada tiga kelompok periode yang memiliki pola persistensi yang berbeda. Tahun 2010-2011, reksadana syariah memiliki persistensi cukup tinggi dengan urutan, reksadana campuran memiliki tingkat persistensi tertinggi, disusul dengan reksadana pendapatan tetap, dan terakhir reksadana saham. Tahun 2012, reksadana campuran tetap memiliki persistensi tinggi, namun reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham persistensinya sudah menurun. Tahun 2013-2015, semua jenis reksadana memiliki tingkat persistensi rendah dengan urutan, reksadana campuran, reksadana pendapatan tetap, dan yang terendah persistensinya adalah reksadana saham. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa secara umum, reksadana campuran memiliki tingkat persistensi tertinggi, disusul reksadana pendapatan tetap, dan terendah adalah reksadana saham.

## 2. Persistensi Jangka Pendek Kinerja Reksadana Syariah

Uji persistensi jangka pendek dilakukan dengan melihat apakah reksadana dengan kinerja lima terbaik pada suatu bulan tetap berada di lima terbaik pada bulan-bulan berikutnya. Tabel 6.6 di bawah ini adalah rangkuman tingkat persistensi kinerja reksadana saham untuk satu hingga enam bulan kedepan.

**Tabel 6.6.** Rangkuman Hasil Uji Persistensi Jangka Pendek Reksadana Saham

Tahun	Durasi Persistensi					
	1 bln	2 bln	3 bln	4 bln	5 bln	6 bln
2010	0.85	0.8	0.85	0.85	0.8	0.7
2011	0.8	0.7	0.7	0.7	0.65	0.75
2012	0.8	0.75	0.85	0.8	0.7	0.7
2013	0.5	0.45	0.5	0.3	0.3	0.3
2014	0.5	0.35	0.35	0.35	0.3	0.35
2015	0.4	0.15	0.25	0.35	0.25	0.1
2016	0.3	0.15	0.3	0.35	0.2	0.25

Dari baris pertama tabel 6 atas nampak bahwa pada tahun 2010, kinerja reksadana saham cukup tinggi persistensinya. Reksadana saham yang kinerjanya

lima terbaik di suatu bulan (di penelitian ini terdiri dari bulan Januari sampai dengan April), 85% diantaranya masih ada di lima besar pada satu bulan berikutnya. Untuk jarak waktu 2 bulan berikutnya yang persisten 80%, 3 dan 4 bulan berikutnya naik lagi menjadi 85%, 5 bulan berikutnya 80%, dan 6 bulan berikutnya masih 70%. Pada tahun 2011, tingkat persistensi masih tinggi meskipun sedikit melemah. Tahun 2012, tingkat persistensi kembali meningkat kembali seperti tahun 2010. Persistensi mengalami penurunan di tahun 2013 dan tahun-tahun berikutnya dan tingkat persistensi terendah terjadi di tahun 2016.

Sementara Tabel 6.7 di bawah ini adalah rangkuman tingkat persistensi kinerja reksadana pendapatan tetap untuk satu hingga enam bulan kedepan.

**Tabel 6.7.** Rangkuman Hasil Uji Persistensi Jangka Pendek Reksadana Pendapatan Tetap

Tahun	Durasi Persistensi					
	1 bln	2 bln	3 bln	4 bln	5 bln	6 bln
2010	0.625	0.563	0.563	0.563	0.563	0.625
2011	0.625	0.5	0.5	0.438	0.5	0.563
2012	0.5	0.563	0.625	0.563	0.5	0.563
2013	0.438	0.625	0.625	0.5	0.438	0.438
2014	0.625	0.625	0.563	0.563	0.75	0.5
2015	0.625	0.625	0.5	0.438	0.563	0.625
2016	0.375	0.375	0.813	0.563	0.5	0.438

Dari tabel 6.7 di atas nampak bahwa secara umum tingkat persistensi reksadana pendapatan tetap lebih rendah dari pada tingkat persistensi reksadana saham. Pada bulan pertama, tingkat persistensi paling tinggi hanya 62,5%. Pola persistensi antara tahun yang ditemukan di reksadana saham tidak ditemukan di reksadana pendapatan tetap. Memang ditemukan ada penurunan persistensi di tahun 2012 dan 2013 namun kemudian naik lagi di tahun 2014 dan 2015 sebelum kemudian turun lagi di tahun 2016. Di tahun 2016, tingkat persistensinya adalah yang paling rendah.

Sementara Tabel 6.8 di bawah ini adalah rangkuman tingkat persistensi kinerja reksadana campuran untuk satu hingga enam bulan kedepan.

Dari tabel 6.8 di bawah nampak bahwa reksadana campuran memiliki pola persistensi tahunan yang mirip dengan reksadana saham. Seperti reksadana saham, reksadana campuran memiliki persistensi yang tinggi di awal namun kemudian tingkat persistensinya turun. Jika reksadana saham persistensinya mulai turun dari tahun 2013, reksadana campuran mulai turun pada tahun 2014. Disamping itu, secara umum tingkat persistensi reksadana campuran lebih rendah daripada reksadana saham, meskipun di tahun 2012 reksadana campuran di dua bulan pertama mengalami persistensi sempurna, seratus persen. Sebagaimana dua jenis reksadana yang lain, tingkat persistensi reksadana campuran berada pada level terendah di tahun 2016.

**Tabel 6.8.** Rangkuman Hasil Uji Persistensi Jangka Pendek Reksadana Campuran

Tahun	Durasi Persistensi					
	1 bln	2 bln	3 bln	4 bln	5 bln	6 bln
2010	0.7	0.8	0.8	0.7	0.8	0.7
2011	0.75	0.65	0.65	0.65	0.6	0.75
2012	1	1	0.9	0.8	0.7	0.65
2013	0.7	0.55	0.55	0.35	0.3	0.3
2014	0.4	0.35	0.25	0.4	0.45	0.45
2015	0.3	0.25	0.3	0.25	0.45	0.35
2016	0.2	0.2	0.35	0.35	0.35	0.2

Uji persistensi dengan melihat apakah reksadana berkinerja 5 terbaik tetap berada di 5 terbaik pada periode-periode berikutnya adalah uji persistensi yang sifatnya relatif. Disamping uji persistensi yang bersifat relatif, ada juga uji persistensi yang bersifat absolut yaitu dengan menggunakan analisis time series autoregressive moving average (ARMA) atau model sejenis. Hasil uji yang digunakan di sini hanya dari sisi autoregresi saja dan rangkuman hasilnya ada pada tabel 6.9 di bawah ini.

**Tabel 6.9.** Rangkuman hasil uji autoregressive return reksadana bulanan

Jenis Reksadana	Hasil Autoregresi			
	Positif signifikan	Positif tidak signifikan	Negatif signifikan	Negatif tidak signifikan
Saham	0%	36%	50%	14%
Pendapatan Tetap	100%	0%	0%	0%
Campuran	9%	18%	55%	18%

Kinerja reksadana yang persisten secara absolut ditandai dengan koefisien autogresi yang positif signifikan. Jika koefisiennya positif signifikan artinya kinerja yang bagus di suatu periode akan diikuti oleh kinerja yang bagus juga di masa yang akan datang. Dari tabel di atas nampak bahwa hanya reksadana pendapatan tetap yang kinerjanya persisten, bahkan tingkat persistensinya sempurna. Ada 7 sampel reksadana yang dianalisis dan kesemuanya memiliki koefisien autoregresi yang positif signifikan. Reksadana saham memiliki sampel 14 reksadana dan tidak ada satupun yang signifikan persisten. Sementara reksadana campuran memiliki sampel 11 reksadana dan hanya satu (9%) yang signifikan persisten.

### E. Model Berinvestasi di Reksadana Syariah

Investor memilih berinvestasi di reksadana karena mereka tidak memiliki kemampuan atau tidak memiliki cukup waktu untuk berinvestasi langsung ke surat berharga. Alasan lainnya karena reksadana dikelola oleh manajer investasi yang memang memiliki keahlian dalam berinvestasi di surat berharga. Namun demikian,

kemampuan manajer investasi pada masing-masing perusahaan reksadana tentu saja berbeda dan ini akan berdampak pada kinerja reksadana. Jika memang kinerja setiap reksadana berbeda, bagaimana strategi untuk memilihnya?

Strategi dasar memilih reksadana, sebagaimana pada investasi pada umumnya, adalah disesuaikan dengan profil risiko dari investor. Investor yang profil risikonya cenderung memilih aman maka pilihan reksadananya adalah reksadana pendapatan tetap, pasar uang atau terproteksi. Jika profil risikonya di tengah-tengah dapat memilih reksadana campuran atau indeks. Jika profil risikonya cenderung suka risiko maka dapat memilih reksadana saham. Ini adalah strategi memilih reksadana berdasarkan jenis reksadananya. Setelah menentukan jenis reksadana maka investor harus memutuskan produk reksadana yang mana yang harus dipilih.

Kajian terkait dengan strategi memilih reksadana yang paling banyak dilakukan adalah kajian persistensi kinerja reksadana. Jika kinerja reksadana persisten, maka strategi memilih reksadana adalah berdasarkan kinerjanya pada periode-periode sebelumnya. Reksadana yang dipilih adalah reksadana yang pada periode-periode sebelumnya berkinerja terbaik. Gruber (1996) berpendapat bahwa adanya persistensi kinerja inilah yang menyebabkan berkembang pesatnya reksadana di Amerika. Dia memang menemukan adanya persistensi kinerja reksadana pada periode 1985 - 1994 di Amerika Serikat. Sementara itu Grinblat dan Titman (1992) juga menemukan adanya persistensi kinerja pada periode 1974-1984.

Uji persistensi kinerja reksadana di Indonesia sudah dilakukan oleh sejumlah peneliti. Dwianggoro et al (2012) dengan menggunakan data tahun 2006 sampai dengan 2011 menemukan tidak ada reksadana yang kinerjanya persisten selama 5 tahun berturut-turut namun ditemukan persistensi dalam jangka yang lebih pendek ketika menggunakan ukuran indeks Jensen dan Sharpe namun tidak pernah persisten ketika menggunakan indeks Treynor. Sementara itu, Elviani dan Linawati (2013) menemukan adanya persistensi kinerja reksadana untuk periode tahun 2008-2012. Dengan demikian ada tidaknya persistensi kinerja reksadana di Indonesia belum konklusif.

Uji persistensi kinerja reksadana syariah serta strategi pemilihan reksadana syariah masih belum banyak dilakukan. Penulis hanya menemukan reksadana hasil penelitian Khamlichi et al (2014) yang menggunakan data reksadana syariah dari Dow Jones Islamic Index dari tahun 1999 sampai dengan tahun 2011. Khamlichi et al (2014) tidak menemukan adanya persistensi kinerja reksadana syariah. Namun uji persistensi yang mereka lakukan relatif terbatas karena hanya membandingkan periode resesi dan ekspansi sesuai dengan siklus bisnis perusahaan.

Rangkuman dari hasil pengujian model prediksi persistensi reksadana berserta tingkat akurasinya ada pada tabel 6.10. Tabel tersebut menunjukkan bahwa koefisien variabel BARU memiliki arah negatif untuk model Keseluruhan dan Saham namun memiliki arah positif untuk model Pendapatan Tetap. Untuk model Campuran, variabel BARU tidak masuk dalam penentu model terbaik. Variabel BARU yang arahnya negatif menunjukkan bahwa reksadana berada di top 5 dalam waktu hanya 1-2 tahun setelah diluncurkan relatif sulit untuk memiliki kinerja yang

persisten. Dengan demikian, reksadana sharia yang cepat masuk ke top 5, secara umum, cenderung kinerjanya tidak persisten. Hal yang sama juga berlaku untuk reksadana ekuitas. Sementara pada reksadana Pendapatan Tetap, reksadana cepat masuk top 5 justru kinerjanya cenderung persisten.

**Table 6.10.** Rangkuman Koefisien dan Tingkat Akurasi Model Prediksi Persistensi Reksadana Syariah

Variabel	Model Awal	Model untuk Seluruh Reksadana	Model untuk Reksadana saham	Model untuk Reksadana Pendapatan tetap	Model untuk Reksadana Campuran
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
c	-1.448	1.108	3.233	-1.708	1.233
BARU	-0.526	-0.363	-1.337	0.505	
DANA	-0.453				-1.971
JBARU	-0.202	-0.256	-0.568	-0.982	0.184
LAMA	-0.034	-0.027	-0.316	0.601	-0.180
MILIK	-0.199				
% Correct:					
Dep = 0	32	35	86	33	45
Dep = 1	84	84	69	86	94
Total	63	64	77	70	75

Variabel DANA secara umum tidak menjadi penentu persistensi reksadana sharia kecuali untuk reksadana Campuran. Pada reksadana Campuran, semakin besar dana kelolaan maka semakin rendah kemungkinan bahwa kinerjanya persisten. Variabel JBARU secara umum memiliki koefisien negatif kecuali untuk reksadana Campuran. Dengan demikian, banyaknya pendatang baru akan membuat kinerja reksadana yang ada sulit persisten. Variabel LAMA secara umum juga memiliki koefisien negatif. Berbeda dengan variabel ADNEW, dimana yang koefisiennya positif adalah reksadana Campuran, variabel LAMA yang koefisiennya positif adalah reksadana Pendapatan Tetap. Variabel JBARU dan LAMA memiliki kesamaan dalam hal penentu persistensi karena keduanya menjadi penentu untuk semua jenis reksadana sharia. Koefisien variabel LAMA yang negatif menunjukkan bahwa semakin lama usia sebuah reksadana maka semakin sulit untuk persisten kinerjanya. Variabel terakhir adalah MILIK, dimana variabel ini ternyata tidak menjadi penentu persistensi untuk semua jenis reksadana. Dengan demikian, apakah sebuah reksadana dimiliki oleh asing atau lokal, tidak menentukan probabilitas persistensi kinerja reksadana tersebut.

Tabel 10 di atas juga menginformasikan tentang tingkat akurasi model prediksi persistensi. Akurasi model terbaik (4 model) jika memprediksi adanya persistensi adalah berkisar antara 69% sampai dengan 94%. Akurasi model jika memprediksi tidak adanya persistensi berkisar antara 33% sampai dengan 86%. Dengan demikian model prediksi ini, secara umum, lebih akurat ketika memprediksi

adanya persistensi dibandingkan dengan jika memprediksi tidak adanya persistensi. Akurasi model secara keseluruhan berkisar antara 64% sampai dengan 77%. Model yang paling tinggi tingkat akurasi adalah model reksadana saham dan yang terendah adalah model reksadana Keseluruhan.

Temuan penelitian sebelumnya yang menunjukkan bahwa reksadana sharia pada periode tertentu memiliki persistensi kinerja dan pada periode yang lain tidak persisten (lihat Arifin (2018) dan Zheng (1999)), mengharuskan kita mencari tahu faktor penentu persistensi. Penelitian ini menemukan bahwa salah satu faktor tersebut adalah apakah reksadana tersebut masih relatif baru saat mencapai di top 5. Jika reksadana masih baru saat mencapai top 5, maka kemungkinan kinerjanya akan persisten adalah kecil. Reksadana yang mencapai top 5 secara cepat, ada kemungkinan capaiannya tersebut banyak dipengaruhi oleh faktor eksternal. Namun jika reksadana sudah cukup lama diluncurkan (lebih dari dua tahun) ketika mencapai top 5, maka kemungkinan besar faktor capaiannya tersebut adalah karena kemampuan manajemen dalam mengelola dana. Namun demikian, investor harus waspada karena pada reksadana mixed, cepat atau lambat reksadana mencapai top 5 tidak menjadi penentu persistensi. Disamping itu, pada reksadana fixed-income, justru yang kami temukan adalah kebalikannya. Reksadana fixed-income yang cepat mencapai top 5 justru cenderung kinerjanya persisten dan ketika sudah lama baru masuk di top 5 maka cenderung kinerjanya tidak persisten lagi. Sifat reksadana fixed-income yang memiliki return cenderung stabil dapat menjadi penjawab mengapa hal ini terjadi. Sekali reksadana memiliki portfolio surat hutang dengan pendapatan bunga tinggi, maka reksadana tersebut akan memiliki keunggulan untuk beberapa tahun. Keunggulan dari portfolio akan melemah ketika ada perubahan faktor ekonomi makro seperti perubahan suku bunga. Namun karena suku bunga hanya akan berubah bertahap, maka dampaknya terhadap peringkat top 5 juga berlangsung lama karena menunggu dampak dari akumulasi perubahan suku bunga.

Faktor kedua yang menjadi penentu persistensi adalah banyaknya pendatang baru. Secara umum, semakin banyak pendatang baru, maka semakin sulit kinerjanya persisten. Temuan ini masuk akal karena semakin banyak pendatang baru maka semakin meningkat tingkat kompetisi. Adanya pendatang baru dalam kadar tertentu akan menggeser ranking kinerja reksadana sehingga ada kemungkinan satu atau lebih reksadana akan keluar dari top 5. Dengan demikian reksadana tersebut menjadi tidak persisten. Namun investor perlu waspada karena untuk reksadana Campuran (mixed), banyaknya pendatang baru malahan akan meningkatkan probabilitas untuk persisten. Temuan ini agak sulit untuk memberi argumentasi alasannya. Reksadana mixed adalah perpaduan antara reksadana saham (equity) dan reksadana pendapatan tetap (fixed-income). Jika pengaruh pendatang baru terhadap persistensi reksadana equity dan fixed-income adalah negatif, maka mestinya berpengaruh negatif juga terhadap reksadana mixed.

Faktor ketiga penentu persistensi adalah lama reksadana sudah diluncurkan. Secara umum, semakin lama sebuah reksadana sudah diluncurkan maka semakin



kecil kemungkinannya untuk persisten. Penelitian sebelumnya memang menemukan bahwa persistensi hanya berlangsung beberapa periode. Untuk itu masuk akal jika semakin lama sebuah reksadana sudah diluncurkan maka semakin kecil probabilitas persistensinya. Namun ini tidak berlaku untuk reksadana fixed-income. Argumentasi yang dapat disampaikan adalah sama dengan argumentasi pada kasus variabel cepat atau lambatnya reksadana mencapai di top 5. Jika portfolio surat hutang sudah menghasilkan return tinggi di awal maka keunggulan ini akan bertahan cukup lama.

Faktor keempat penentu persistensi adalah jumlah dana kelolaan. Namun faktor ini hanya berlaku untuk reksadana mixed. Semakin besar dana kelolaan maka semakin kecil probabilitas persistensinya. Temuan ini sebetulnya bertentangan dengan fungsi dasar reksadana yaitu memberi fasilitas diversifikasi investasi seperti disampaikan Bodie, Kane, Marcus (2009). Reksadana dengan dana besar dapat melakukan diversifikasi dengan baik dimana akan sulit dilakukan oleh individu dengan dana terbatas. Adanya temuan ini, ditambah dengan temuan pengaruh pendatang baru pada reksadana mixed, menjadikan kami berpikir bahwa ada faktor tertentu yang belum dapat kami temukan yang mempengaruhi kinerja dan persistensi reksadana mixed tersebut.

Dalam penelitian ini, kami juga menggunakan faktor pemilik reksadana yang kami kelompokkan menjadi kepemilikan domestik dan kepemilikan asing. Namun penelitian ini tidak menemukan kepemilikan reksadana sebagai faktor penentu persistensi reksadana. Dengan demikian anggapan bahwa reksadana yang dimiliki oleh asing lebih baik tidak terbukti di pasar modal Indonesia.

Tingkat akurasi model prediksi persistensi yang kami bangun, secara umum, cukup baik; yaitu 77% untuk reksadana equity, 75% untuk reksadana mixed, dan 70% untuk reksadana fixed-income. Namun model prediksi reksadana untuk keseluruhan reksadana memiliki tingkat akurasi prediksi kurang baik, yaitu hanya 64%. Masing-masing jenis reksadana memang memerlukan model yang berbeda karena faktor penentu persistensinya juga berbeda. Sehingga sebaiknya investor hanya menggunakan model prediksi persistensi khusus untuk masing-masing jenis reksadana. Tingkat akurasi model di penelitian ini memang hanya 'cukup baik'. Model prediksi yang baik mestinya menghasilkan tingkat akurasi di atas 90%. Model prediksi kebangkrutan yang dikembangkan oleh Altman (1968), misalnya, memiliki tingkat akurasi 95%. Rendahnya tingkat akurasi model dalam penelitian ini salah satunya disebabkan oleh terbatasnya ragam informasi tentang reksadana yang dipublikasikan.

## F. PENUTUP

Reksadana syariah di Indonesia memiliki persistensi jangka panjang yang cukup kuat pada tahun 2010 – 2011, namun tingkat persistensi tersebut melemah pada tahun-tahun berikutnya. Dilihat dari jenisnya, reksadana campuran memiliki persistensi jangka panjang yang paling tinggi, diikuti reksadana pendapatan tetap, dan

reksadana saham. Sementara itu, persistensi jangka pendek reksadana saham dan campuran cukup tinggi di tahun 2010-2012 namun kemudian menurun sesudahnya tetapi reksadana pendapatan tetap memiliki pola persistensi naik turun. Secara umum, reksadana saham memiliki persistensi jangka pendek paling tinggi, diikuti oleh reksadana campuran, dan reksadana pendapatan tetap. Sementara itu dilihat dari persistensi jangka pendek absolut, hanya reksadana pendapatan tetap yang persisten bahkan persistensinya sempurna. Ada tiga faktor yang secara umum mempengaruhi tingkat persistensi yaitu; apakah reksadana tersebut masih baru diluncurkan saat berada di top 5, banyaknya pendatang baru, dan lama reksadana sudah diluncurkan. Jika reksadana masih baru diluncurkan ketika mencapai top 5 maka kecil kemungkinan kinerjanya akan persisten. Semakin banyak pendatang baru semakin kecil kemungkinan kinerja reksadananya persisten. Semakin lama waktu dari saat peluncuran maka semakin kecil kemungkinan kinerjanya akan persisten. Selain tiga faktor tersebut, ada satu faktor lain yaitu besar dana kelolaan yang mempengaruhi persistensi tetapi pengaruhnya hanya ada pada reksadana campuran.

# BAB VII

## PASAR SEKURITAS DERIVATIF DAN PASAR KEUANGAN ISLAMI LAINNYA

---

### A. Pendahuluan

Pasar produk derivatif adalah pasar yang memperjualbelikan produk-produk derivatif. Produk atau sekuritas derivatif adalah sekuritas turunan dari suatu sekuritas atau aset, dimana nilai dari sekuritas derivatif akan tergantung pada naik atau turunnya aset yang menjadi rujukan. Sekuritas derivatif ini dapat digunakan untuk keperluan lindung nilai atas pergerakan harga aset induknya. Karena sekuritas derivatif memiliki nilai yang merujuk kepada nilai aset induk, maka dengan mengambil posisi tertentu, sekuritas derivatif akan mengurangi atau membatasi potensi kerugian dari pergerakan nilai induknya.

Namun dalam praktek, seringkali produk derivatif banyak yang digunakan untuk keperluan spekulasi. Para pelaku di pasar derivatif banyak yang sebetulnya tidak membutuhkan aset induk tetapi hanya berupaya mengambil untung dari pergerakan harga aset induk. Mereka bertransaksi namun jarang terjadi penyerahan barang yang ditransaksikan. Mereka hanya menyerahkan (membayar atau menerima) keuntungan dari transaksi tersebut, tidak menyerahkan seluruh nilai dari aset. Perilaku spekulatif ini tentu saja bertentangan dengan nilai-nilai islam.

Dalam bab ini akan diuraikan beberapa produk derivatif yang islami yang telah diperdagangkan di pasar keuangan dan juga sejumlah produk keuangan lainnya yang sudah mulai diperdagangkan diluar sekuritas utama (saham dan sukuk) seperti *islamic unit trusts*, *islamic exchange-traded funds*, *islamic REITs*, dan *islamic commodity funds*.

## B. *Islamic Derivatives Market*

Produk derivatif di pasar konvensional terdiri dari *forward*, *future*, *option*, dan *swap*. Syarat pertama yang harus dipenuhi agar produk tersebut menjadi islami adalah peruntukannya harus tidak untuk spekulasi melainkan untuk keperluan *hedging* (lindung nilai). Disamping itu, produk tersebut harus terhindar dari unsur riba, gharar, dan maysir.

Di pasar *forward* diperjualbelikan kontrak *forward* dimana penjual dan pembeli bersepakat untuk menjual/membeli suatu aset dengan harga tertentu dan penyerahannya di masa yang akan datang yang sudah ditentukan. Misal bank dan sebuah perusahaan membuat kontrak *forward* untuk jualbeli dollar Amerika untuk penyerahan satu bulan yang akan datang. Harga yang disepakati adalah \$1 = Rp 11.000. Maka satu bulan yang akan datang mereka akan menggunakan harga tersebut untuk bertransaksi, berapapun harga pasar (kurs) saat itu. Kontrak *forward* ini menjadi alat lindung nilai bagi perusahaan jika perusahaan memiliki kewajiban untuk melakukan pembayaran dalam dollar Amerika pada bulan depan. Karena perusahaan sudah dapat mengetahui dengan pasti berapa rupiah yang harus dikeluarkan, maka risiko nilai tukar dollar menjadi dapat dikendalikan.

Di pasar *future* diperjualbelikan kontrak *future* yang memiliki karakteristik mirip dengan kontrak *forward*. Perbedaan antara kontrak *future* dan kontrak *forward* adalah di kontrak *forward* ada standarisasi terkait dengan nilai kontrak dan waktu jatuh tempo. Di kontrak *future*, transaksi dilakukan dalam satuan unit tertentu atau kelipatannya dan jatuh tempo juga hanya ada pada tanggal-tanggal tertentu yang ditetapkan oleh bursa. Tujuan standarisasi adalah untuk memudahkan pengelolaan perdagangan karena kontrak *future* diselenggarakan lewat bursa, seperti dalam perdagangan saham. Standarisasi sebetulnya merugikan perusahaan karena perusahaan tidak dapat melakukan lindung nilai sesuai dengan keperluan, baik dari sisi jumlah maupun waktu. Namun standarisasi akan memungkinkan melibatkan lebih banyak investor. Pihak yang sebenarnya tidak memerlukan sebuah aset dapat bertransaksi dengan mudah dengan adanya standarisasi tersebut. Keterlibatan pihak yang terakhir ini meningkatkan likuiditas pasar. Namun motif mereka lebih banyak untuk tujuan spekulasi dalam artian aktifitas mereka tidak terkait dengan sektor riil. Bisa jadi pembeli sebenarnya tidak memerlukan barang yang dibeli dan penjual juga tidak memiliki barang yang dijual. Penjual dan pembeli hanya memperhatikan keuntungan dari transaksinya.

Di pasar *option* diperdagangkan kontrak *option* yang jenisnya ada dua yaitu *call option* dan *put option*. Pembeli *call option* memiliki hak untuk membeli suatu aset/sekuritas dengan harga tertentu pada atau sampai dengan waktu tertentu. Hak beli ini diperoleh dengan cara membeli *call option* tersebut. Sementara pembeli *put option* akan memperoleh hak untuk menjual suatu aset/sekuritas dengan harga tertentu pada atau sampai dengan waktu tertentu. Di pasar *option*, sebagaimana di pasar *future*, biasanya tidak terjadi penyerahan aset yang *dioptionkan*. Penjual *option*

hanya akan membayarkan keuntungan kepada pihak pembeli *option* ketika si pembeli menggunakan haknya.

Melihat karakteristik dari tiga jenis pasar derivatif maka nampaknya hanya derivatif yang di pasar *forward* yang masih dapat dikategorikan dalam produk sekuritas islami. Produk pasar *future* dan *option* tidak dapat masuk kategori produk yang islami karena mengandung unsur spekulasi terutama terkait dengan tidak adanya penyerahan barang yang menjadi *underlying* kepada pihak pembeli. Namun demikian, jika ada modifikasi dalam mekanisme perdagangannya maka masih dimungkinkan munculnya produk pasar *future* maupun *option* yang sesuai dengan hukum islam.

Menurut Shanmugan dan Zahari (2009), jumlah produk derivatif islami masih sangat sedikit dan jumlah pastinya belum diketahui. Padahal jika tersedia produk derivatif islami maka dapat digunakan untuk keperluan manajemen risiko bagi investor yang sesuai dengan hukum islam. Namun menurut mereka sejumlah produk sekuritas derivatif yang ada di pasar adalah *option* yang menggunakan akad *wa'd*, profit rate *swap*, dan cross-currency *swap*. Produk-produk ini disusun berdasarkan akad-akad *bai' salam*, *bai' istishna*, dan *urbun*.

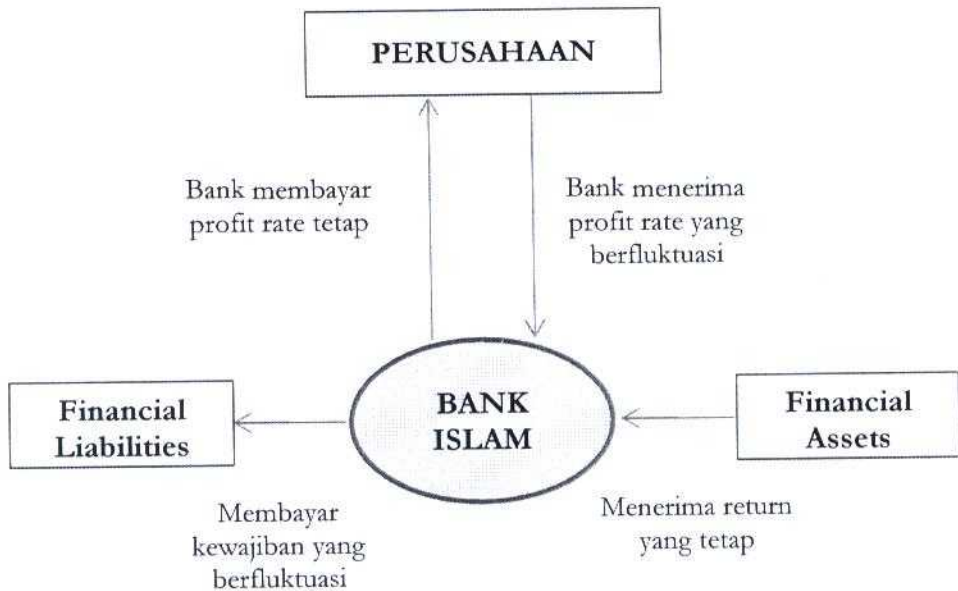
*Bai' salam* melakukan pengiriman barang pada masa yang akan datang dengan menggunakan harga yang disepakati sekarang. Dengan demikian mirip dengan kontrak *forward*. Bedanya, dalam *bai' salam* pembayaran dilakukan di depan sementara dalam kontrak *forward*, pembayaran dilakukan bersamaan dengan saat nanti barangnya dikirim. *Bai' salam* juga mensyaratkan bahwa dalam akad harus jelas disebutkan tentang kuantitas, kualitas, dan waktu penyerahan barang. Barang harus berupa barang berwujud, kecuali emas dan perak karena emas dan perak diberlakukan sebagai uang. *Bai' istishna* memiliki karakteristik yang mirip dengan *bai' salam*, dan digunakan untuk aset yang memerlukan proses pembuatan seperti bangunan atau furnitur. Perbedaannya adalah bahwa pembayaran dapat diangsur sesuai dengan kemajuan dari penyelesaian pembuatan barang. *Bai' istishna* juga dapat dibatalkan secara sepihak jika barang yang dibeli belum mulai dibuat.

Sementara *urbun* adalah jual beli dimana pembeli memberi uang muka. Jika pembeli jadi membeli barang maka harga jual dari barang akan dikurangi dengan uang muka tersebut. Namun jika pembeli tidak jadi atau membatalkan pembelian, maka uang muka menjadi hilang. Menurut madzhab Hanafi, Syafi'i, dan Maliki, *urbun* termasuk aktifitas yang dilarang karena masuk kategori *gharar*. Namun madzhab Hambali menyatakan bahwa transaksi *urbun* adalah halal. Transaksi *urbun* mirip dengan transaksi *call option*. Uang muka dalam *urbun* dapat dianalogkan dengan premium dalam *call option*. Jika hak beli dalam *call option* tidak digunakan maka premium akan hilang. Jika pemegang *call option* merasa untung maka dia akan menggunakan haknya maka premium akan termanfaatkan. Namun demikian, premium dalam *call option* tidak mengurangi harga beli yang sudah ditetapkan.

### C. Pasar *Swap* Islami

*Swap* adalah pertukaran yang saling menguntungkan antara dua belah pihak karena masing-masing pihak menerima sesuatu yang tidak atau kurang diinginkan tetapi justru pihak lain menginginkan sesuatu yang diterima pihak yang lainnya. Misal, ada perusahaan A menerima pendapatan dalam dollar Amerika padahal dia menginginkan menerima dalam rupiah sementara perusahaan B menerima pendapatan dalam rupiah padahal dia menginginkan menerima dalam dollar Amerika, maka perusahaan A dan B dapat saling menukar pendapatannya dengan tingkat penukaran tertentu. Jika ini dilakukan maka baik A maupun B akan terhindar dari pendapatan yang tidak diinginkan dalam hal ini yang tidak diinginkan adalah risiko nilai tukarnya.

Menurut Shanmugan dan Zahari (2009), ada dua jenis *swap* islami yang banyak dikenal yaitu profit rate *swap* dan cross-currency *swap*. Profit rate *swap* mirip dengan interest rate *swap* yang ada di *swap* konvensional. *Swap* ini digunakan untuk lindung nilai terhadap fluktuasi dari tingkat pembiayaan (financing rate). Dalam kontrak *swap* ini disepakati untuk menukar tingkat keuntungan (profit rate) yang tetap dengan tingkat keuntungan yang berfluktuasi antara dua pihak. Gambar 7.1 di bawah ini memperlihatkan alur dari profit rate *swap*.



**Gambar 7.1.** Profit Rate *Swap*

Dalam gambar di atas, perusahaan menginginkan profit rate yang tetap tetapi pendapatannya ternyata berfluktuasi. Sementara bank memiliki kewajiban yang bersifat fluktuatif sementara pendapatannya tetap. Jika perusahaan dan bank melakukan kontrak *swap* maka keduanya dapat memperoleh apa yang diinginkan. Pendapatan bank dari financial asset yang bersifat tetap diserahkan ke perusahaan

dan pendapatan perusahaan yang bersifat fluktuatif diserahkan ke bank untuk membayar kewajiban yang sifatnya fluktuatif. Menurut Shanmugan dan Zahari (2009), profit rate *swap* islami yang pertama kali terbut adalah yang dilakukan oleh CIMB *Islamic* pada tahun 2005. Kemudian pada tahun 2007, Deutsche Bank melakukan transaksi *islamic* profit rate *swap* dengan Dubai *Islamic* Bank senilai US\$ 500 juta.

Jenis *swap* kedua, *cross-currency swap* digunakan untuk mengelola risiko nilai tukar mata uang terkait dengan investasi atau posisi persediaan mata uang sebuah perusahaan. Struktur *cross-currency swap* meliputi dua transaksi murabahah yang dilakukan secara simultan dimana yang pertama adalah akad murabahah dan kemudian yang kedua adalah akad reverse murabahah. Pihak yang melakukan *swap* sepakat untuk saling menjual suatu aset satu sama lain dengan penyerahan aset yang segera tetapi pembayaran dilakukan di masa yang akan datang dengan menggunakan mata uang yang berbeda. Menurut Shanmugan dan Zahari (2009), *islamic cross-currency swap* pertama kali dilakukan antara Standard Chartered Bank dan Bank Muamalat Malaysia pada tahun 2006 dengan nilai transaksi US\$10 juta.

#### **D. *Islamic* unit trusts**

*Islamic* unit trust mirip dengan unit trust konvensional yang ada di Inggris atau kalau di Amerika Serikat dinamakan open-end mutual fund dan di Indonesia dikenal dengan nama reksadana. Reksadana ada yang bersifat terbuka dan ada yang tertutup. Reksadana terbuka memungkinkan pengelola reksadana untuk mengubah-ubah portfolio untuk mendapatkan hasil yang optimal. Sementara reksadana tertutup adalah reksadana yang komposisinya tetap, dan biasanya sertifikat reksadananya di perdagangan di bursa saham. Sementara reksadana terbuka, sertifikatnya tidak diperdagangkan di bursa saham, dan jual beli sertifikat dilakukan langsung ke perusahaan reksadana. Tentu saja *islamic* trust unit atau reksadana syariah hanya akan menginvestasikan dana yang terkumpul di pilihan investasi yang sesuai syariah.

Jenis reksadana syariah cukup beragam. Klasifikasinya dapat berdasarkan tipe investasinya, metode pendanaannya, bidang investasinya, periodenya, risikonya, atau jenis reksadananya yang bisa terbuka atau tertutup. Berdasarkan tipe investasinya dapat dikelompokkan menjadi reksadana saham, reksadana pendapatan tetap, reksadana campuran, dan reksadana pasar uang. Berdasarkan metode pendanaannya dapat dikelompokkan menjadi pendanaan dengan akad murabahah, musyarakah, bai' salam, bai' istishna, atau ijarah. Berdasarkan bidang investasinya dapat dikelompoknya menjadi, misal bidang properti, lembaga keuangan, atau bidang industri yang lain. Periode dapat dikelompokkan menjadi jangka pendek, menengah, dan jangka panjang dan risiko dapat dikelompokkan menjadi berisiko rendah, sedang, atau tinggi.

Akad yang digunakan untuk bertransaksi antara investor dan manajer unit trust menggunakan prinsip jual beli tunai atau bai' al naqdi. Ketika seorang investor membeli sebuah unit trust, sebetulnya dia sedang berbagi kepemilikan dengan

investor lain atas portfolio sekuritas yang dibentuk oleh perusahaan reksadana. Manajer unit trust akan menerima *management fee* dengan menggunakan prinsip al-ujrah sebagai upah dari pengelolaan dana.

Kebanyakan reksadana islami bentuknya adalah reksadana saham, setelah itu disusul dengan reksadana berbasis sukuk (obligasi) korporat atau sukuk sovereign. Reksadana saham ada yang membentuk portfolio yang menyerupai indeks saham tertentu yang sering disebut *index trackers*. Reksadana saham juga ada yang memilih berspesialisasi pada industri tertentu atau kelompok industri tertentu. Reksadana campuran (balanced fund) mengalokasikan dana secara berimbang antara saham dan sukuk. Pilihan komposisi portfolio reksadana islami memang relatif terbatas dibandingkan dengan reksadana konvensional karena reksadana islami hanya memilih saham atau obligasi yang masuk kategori halal.

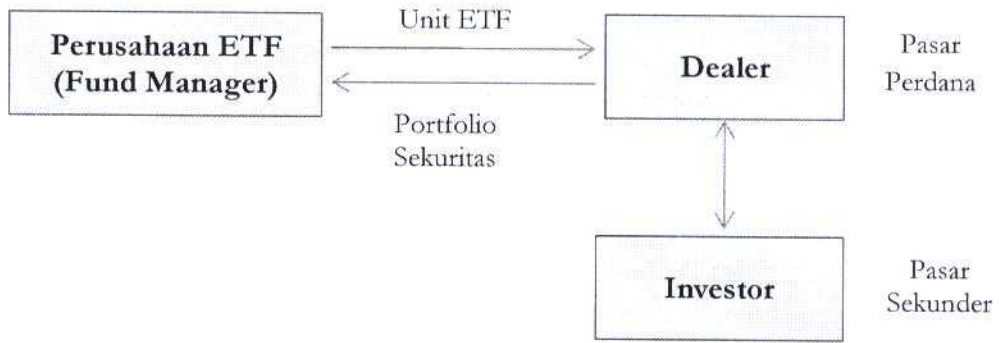
Investor dapat juga membentuk portfolio sendiri dan berinvestasi secara langsung daripada membeli reksadana yang harus dibebani fee. Namun biaya untuk mencari sekuritas yang kinerjanya bagus dan sesuai syariah tentu saja harus dikeluarkan sendiri. Profil risiko dari portfolio yang dibentuk reksadana pada umumnya lebih baik daripada yang dibentuk sendiri oleh investor karena perusahaan reksadana memiliki dana yang relatif besar sehingga lebih leluasa dalam menerapkan strategi diversifikasi. Investasi di reksadana juga memiliki profil risiko yang lebih baik dibandingkan dengan investasi di rekening investasi mudharabah di perbankan islam. Kepemilikan dari investasi mudharabah di bank islam secara hukum ada di tangan bank sehingga jika bank bangkrut maka dana menjadi bermasalah. Di struktur reksadana dimana kepemilikan dibagi pro rata, tidak memunculkan risiko counterparty seperti itu.

Menurut Shanmugan dan Zahari (2009), unut trust islami yang pertama kali dibentuk adalah Tabungan Ittikal Arab-Malaysian di Malaysia pada tahun 1993. Di Indonesia, reksadana islami pertama kali ada pada tahun 1997 yang diterbitkan oleh PT Danareksa. Saat ini, perkembangan reksadana syariah sangat pesat dan negara dengan nilai reksadana dan jumlah produk reksadana islami yang terbesar adalah Saudi Arabia, disusul Malaysia. Urutan berikutnya adalah Kuwait, Uni Emirat Arab, dan Indonesia. Pada akhir tahun 2008, jumlah reksadana islami di pasar global kurang lebih ada 500 reksadana dengan nilai dana kelolaan mencapai US\$ 35 milyar.

### **E. *Islamic exchange-traded funds***

Exchange traded fund (ETF) adalah reksadana yang komposisi portfolionya terdiri dari sejumlah saham dan atau obligasi yang dipilih berdasarkan acuan tertentu. ETF ini diperjualbelikan di bursa saham. Harga dari ETF seharusnya mendekati harga rata-rata tertimbang dari sekuritas yang membentuknya. *Islamic FTF* adalah ETF yang portfolionya terdiri dari sekuritas yang sesuai dengan syariah yaitu bisnisnya harus halal dan menggunakan porsi hutang yang tidak melebihi ketentuan. Struktur ETF dapat dilihat seperti dalam Gambar 7.2 di bawah ini.





**Gambar 7.2.** Struktur ETF

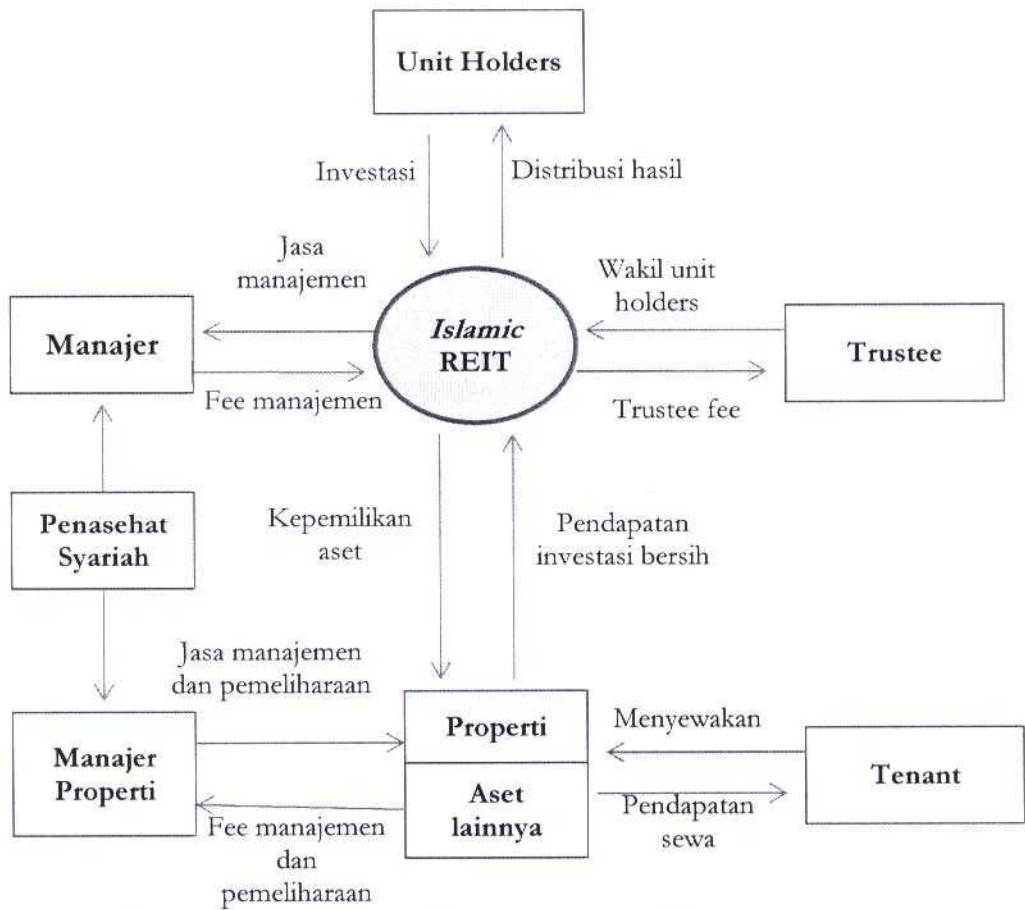
Proses ETF diawali pembentukan portofolio oleh fund manager dari sebuah perusahaan ETF. Pembentukan portofolio ini didasarkan pada tujuan investasi tertentu yang memperhatikan potensi return, risiko, dan kehalalan. Setelah itu, perusahaan ETF menjual unit ETF di pasar perdana lewat perantara dealer yang ditunjuk. Investor yang membeli unit ETF di pasar perdana dapat menjual unit TPF tersebut di pasar sekunder karena unit TPF ini juga dicatatkan di pasar sekunder.

Menurut Shanmugan dan Zahari (2009), ETF islami pertama kali muncul pada tahun 2006. Pasar ETF islami masih sangat terbatas namun ETF tersebut sudah diterbitkan oleh sejumlah pemain pasar modal global seperti iShare, BNP Paribas Bank, Daiwa Asset Management, dan Deutch Bank. Keunggulan ETF dilihat dari sudut pandang investor karena alasan biayanya yang relatif rendah, efisien dalam biaya pajak, keterbukaan, fleksibilitas perdagangan, dan keunggulan dalam diversifikasi.

#### **F. Islamic REITs**

*Islamic REIT* (Real Estate Investment Trust) mirip dengan REIT konvensional dimana portfolionya berupa investasi di bidang properti namun dengan tambahan syarat bahwa investasinya harus sesuai dengan syariah. Pilihan investasi utama dari *islamic REIT* (I-REIT) adalah real estate fisik, namun dapat juga diinvestasikan ke sukuk yang underlyingnya properti dan perusahaan yang bisnis utamanya properti baik yang privat atau yang publik. Sebagian kecil portofolio dapat juga diinvestasikan ke bisnis non-properti dan simpanan di bank yang sesuai syariah.

Ketentuan tentang I-REIT dapat berbeda antara satu negara dengan negara lain. Di Malaysia, I-REIT harus menginvestasikan minimal 50% dananya ke properti baik secara langsung maupun tidak langsung. Struktur dari I-REIT adalah sebagai berikut.



Sumber: Shanmugan dan Zahari (2009) mengutip Jaafar (2007)

**Gambar 7.3.** Struktur I-REIT

Pembentukan I-REIT diawali dengan perusahaan I-REIT yang menawarkan prospektus kepada investor terkait dengan pembentukan I-REIT. Investor (unit holders) kemudian membeli sertifikat I-REIT dan oleh perusahaan dana tersebut diinvestasikan ke properti dan aset lainnya. Properti yang dibeli perlu dikelola oleh Manajer Properti dan juga ada yang disewakan kepada pihak lain. Manajer properti memiliki fungsi untuk mengelola dan memelihara aset dan untuk itu mereka memperoleh fee atas manajemen dan pemeliharaan aset tersebut. Properti juga dapat disewakan kepada pihak lain (tenant) dan akan menghasilkan pendapatan sewa. Hasil dari pengelolaan dan menyewakan aset setelah dikurangi dengan sejumlah biaya terkait akan menjadi pendapatan bersih investasi. Pendapatan bersih ini kemudian didistribusikan ke investor setelah dikurangi biaya pengelolaan I-REIT.

Dalam struktur I-REIT juga ada trustee dan Penasehat Syariah. Trustee adalah pihak yang mewakili kepentingan investor dalam struktur pembentukan I-

REIT. Pengawasan terhadap aktifitas manajemen I-REIT berkait dengan risiko dan return investasi akan diawasi oleh lembaga ini. Sementara Penasihat Syariah berfungsi untuk memberi penilaian apakah aktifitas yang dilakukan oleh manajer I-REIT dan Manajer Properti dalam rangka memperoleh pendapatan sudah sesuai dengan syariah. Selain melakukan penilaian, penasehat syariah juga memonitor, mengevaluasi, serta memberi persetujuan atas aktifitas I-REIT.

Menurut Shanmugan dan Zahari (2009) ada sejumlah keuntungan I-REIT dibandingkan dengan investasi langsung ke properti. I-REIT memberikan current yield yang lebih tinggi karena ada ketentuan bahwa minimal 90% dari pendapatan dari investasi harus didistribusikan ke investor. I-REIT memiliki biaya transaksi yang lebih rendah dan memiliki likuiditas yang lebih tinggi karena mayoritas I-REIT tercatat dan diperdagangkan di bursa. I-REIT juga memiliki fleksibilitas nilai investasi karena satuannya yang tidak setinggi properti fisik dan memiliki derajat diversifikasi yang lebih baik (terkait dengan lokasi dan jangka waktu) sehingga risikonya relatif lebih rendah.

Pendapatan I-REIT berasal dari pendapatan sewa yang diperoleh dari menyewakan aset properti, kenaikan harga properti ketika properti dijual, dan kenaikan harga sekuritas yang dimiliki oleh I-REIT serta pendapatan yang terkait dengan kepemilikan sekuritas tersebut. Properti yang dimiliki oleh I-REIT harus diasuransikan lewat skema takaful untuk menjaga keamanan properti dari risiko kerusakan dan kehilangan. Shanmugan dan Zahari (2009) I-REIT yang pertama ada adalah yang diterbitkan oleh the Malaysian Al-'Aqar KPJ Healthcare REIT yang diluncurkan pada tahun 2006.

### **G. Islamic Commodity funds**

*Islamic commodity funds* adalah sekuritas yang dibentuk atau diturunkan dari suatu komoditas yang halal baik dari sisi dzat komoditasnya maupun proses pembentukannya. Berikut ini sejumlah syarat agar commodity fund sesuai dengan syariah.

Pertama, komoditas harus dimiliki oleh penjual pada saat penjualan dan secara fisik komoditasnya memang tersedia. Transaksi short selling tidak diperbolehkan, tetapi jika berbasis bai' salam atau bai' istishna diperbolehkan. Kedua, komoditas yang diperdagangkan harus komoditas yang halal. Ketiga, harga komoditas harus tetap dan disepakati oleh kedua belah pihak. Jika harga bersifat kontinjen yang dapat berubah tergantung kondisi tertentu, maka transaksi menjadi tidak sah.

Keuntungan dari commodity fund adalah bahwa sekuritas ini tidak berkorelasi kuat dengan saham dan obligasi. Return komoditas hanya tergantung kepada harga masing-masing komoditas, bukan dengan perusahaan atau faktor ekonomi makro. Dengan demikian, commodity fund adalah pilihan yang baik untuk keperluan diversifikasi. Karena return commodity fund tergantung pada harga komoditas, maka investor harus memilih komoditas yang sesuai dengan

preferensinya karena ada komoditas yang relatif stabil tetapi ada juga yang relatif fluktuatif. Komoditas yang merupakan komoditas utama kebutuhan manusia seperti minyak cenderung lebih fluktuatif dibandingkan dengan komoditas yang bukan merupakan kebutuhan utama seperti kopi.

## H. Penutup

Salah satu tantangan yang dihadapi oleh ilmuwan keuangan islam adalah bagaimana agar produk keuangan islam dapat bersaing dengan produk-produk keuangan konvensional. Ketika di pasar keuangan muncul produk keuangan derivatif maka ilmuwan keuangan islam perlu mengevaluasi produk tersebut dan jika ada hal-hal yang tidak sesuai syariah, mereka harus mengembangkan produk yang mirip tetapi tidak bertentangan dengan syariah.

Di bab ini telah diulas produk derivatif yang islami seperti *forward* dan *swap* dan juga produk-produk keuangan baru lainnya yang sudah disesuaikan dengan syariah seperti *islamic commodity fund*, I-REITs, *islamic ETF*, dan *islamic unit trust*. Meskipun volume transaksi produk-produk tersebut relatif sangat kecil, namun munculnya produk tersebut memberi pilihan bagi investor untuk memilih produk keuangan yang islami untuk kepentingan investasi maupun lindung nilai.

# BAB VIII

## ASURANSI ISLAMI (TAKAFUL)

---

### A. Pendahuluan

Keberhasilan perbankan dan pasar modal islami diikuti oleh munculnya lembaga keuangan konvensional lain yang juga disesuaikan dengan nilai-nilai syariah. Dua lembaga keuangan yang utama yang sudah memproklamirkan diri menjadi lembaga keuangan islami yaitu asuransi yang kemudian dinamakan takaful dan pegadaian yang kemudian dinamakan rahn. Pada bab ini akan dibahas tentang lembaga keuangan yang pertama yaitu takaful.

Kebutuhan masyarakat atas produk asuransi sudah semakin meningkat. Bisa jadi mereka lebih membutuhkan asuransi islami daripada pasar modal islami. Hal ini dipicu, di antaranya, oleh meningkatnya biaya kesehatan, biaya pendidikan, dan biaya kecelakaan. Dengan memiliki asuransi kesehatan, asuransi pendidikan, dan asuransi kecelakaan maka seseorang atau perusahaan akan terhindar dari kerugian keuangan jika peristiwa yang terkait terjadi. Hal lain yang juga memicu perkembangan permintaan asuransi adalah karena pada sejumlah perjanjian seringkali ada klausul yang mewajibkan asuransi terhadap aset yang diperjanjikan. Aset yang dibeli secara kredit diwajibkan diasuransikan dan perusahaan yang mengambil kredit diwajibkan mengasuransikan perusahaan terhadap risiko kebakaran dan bencana.

### B. Pengertian Takaful

Kata 'takaful' beradal dari kata bahasa Arab 'kafalah' yang berarti saling menjamin satu dengan yang lain (joint guarantee) dan dijalankan atas dasar solidaritas sosial, saling membantu, dan saling mengganti atas kerugian pihak-pihak yang berserikat. Operasionalisasi takaful dijalankan dengan prinsip taawun (persaudaraan atau saling membantu) dan tabarru' (hadiah, pemberian). Jadi, dalam takaful, risiko kerugian akan dibagi secara kolektif dan sukarela antar partisipan, yang saling menjamin satu dengan yang lain terhadap kerugian atau kerusakan yang sudah ditetapkan. Setiap partisipan akan memberi kontribusi berupa pembayaran premi dan upaya-upaya personal lain untuk membantu partisipan yang membutuhkan. Sejalan dengan nilai-

nilai islam, takaful adalah contoh bagaimana orang yang berlebih/beruntung membantu orang yang kurang beruntung.

Inti dari takaful adalah menjaga harta atau ekuitas yang dimiliki bersama untuk membantu anggota yang mengalami musibah. Sementara laba tidak menjadi prioritas utama baik bagi operator takaful maupun partisipan yang berhak terhadap surplus dari operasional takaful. Partisipan takaful sebenarnya berperan ganda, mereka berperan sebagai penanggung dan sekaligus tertanggung. Menurut *Shanmugam* dan *Zahari* (2009), ada sejumlah elemen kunci yang harus ada supaya sistem takaful dapat berjalan dengan baik.

1. Semua aktifitas takaful harus sesuai dengan syariah, dimana menuntut adanya risk sharing yang berlandaskan prinsip taawun dan tabarru'. Selain itu juga harus menghindari riba dan investasi yang tidak halal
2. Partisipan takaful harus berperilaku sangat jujur serta menghormati tujuan dan prinsip-prinsip takaful yaitu semangat bekerjasama, berbagi risiko, dan saling membantu
3. Semua transaksi takaful harus dijalankan dengan itikat baik, transparan, menjunjung tinggi kebenaran dan keadilan serta sesuai dengan nilai moral dan sosial yang islami
4. Semua aktifitas harus bebas dari unsur-unsur haram
5. Semua kontrak takaful harus antara pihak-pihak yang memiliki pengetahuan hukum yang cukup serta bermental sehat
6. Polis takaful harus berdasarkan kesepakatan bersama dan dengan jelas mencantumkan periode penanggungan. Pokok atau nilai tanggungan juga harus jelas.
7. Harus ada penasehat syariah yang bertugas mengawasi dan menyetujui tentang apa yang boleh diasuransikan dan juga menyetujui struktur dari kesepakatan finalnya
8. Operasional takaful harus dilakukan audit islami secara reguler

Dasar-dasar takaful telah ada sebelum munculnya agama Islam. Sebelum masa islam, praktek yang dikenal dengan nama aquila adalah hal yang umum dilakukan oleh suku-suku di arab. Aquila adalah kesepakatan bersama atau penanggungan bersama (joint guarantee) diantara suku-suku di Arab untuk menyebar kewajiban keuangan jika ada anggota dari sebuah suku membunuh atau melukai seorang anggota suku yang lain. Jika ada seseorang dibunuh maka ahli waris dari korban akan mendapat uang diyah dari keluarga yang membunuh. Untuk mengurangi beban keuangan, seluruh anggota dari suku yang dituduh membunuh akan menanggung bersama-sama sampai dengan diyah lunas.

Dalam masa islam, praktek aquila digunakan para pedagang arab yang melakukan perjalanan jauh. Mereka bersama-sama bersepakat untuk menghimpun dana dan akan memberi ganti kepada anggota pedagang yang mengalami musibah seperti dirampok. Dengan demikian, uang yang mereka himpun per pedagang mirip dengan premi di asuransi yang sekarang dan penggantian yang diberikan

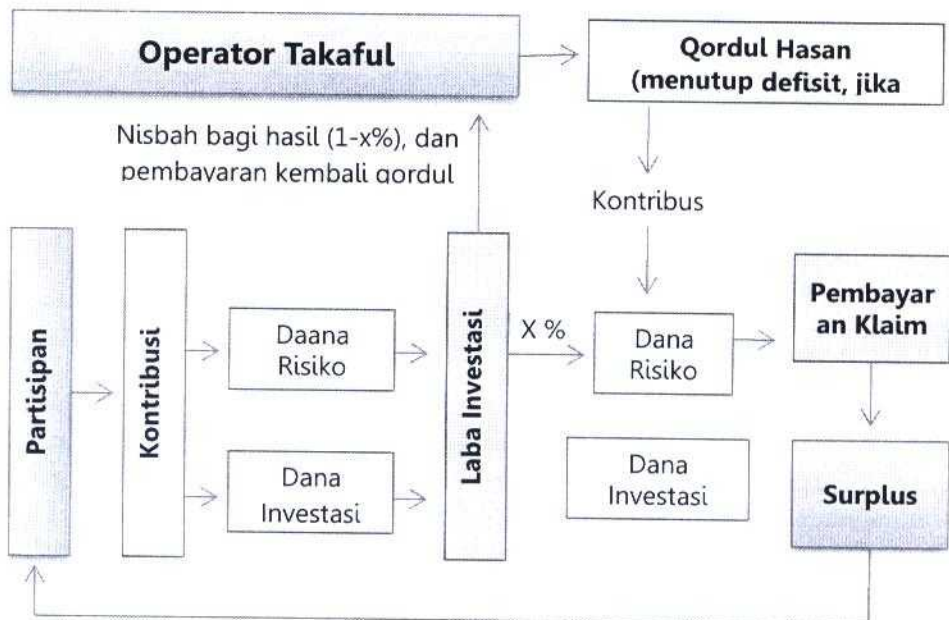
kepada pedangan yang dirampok juga seperti nilai pertanggungan dalam asuransi yang sekarang.

### C. Model-Model Takaful

Menurut *Shanmugam* dan *Zahari* (2009), ada tiga model dasar dari takaful yaitu model mudharabah, model wakalah, dan model wakalah disertai wakaf. Berikut ini akan diuraikan satu per satu.

#### C.1. Takaful model mudharabah

Dalam takaful model mudharabah, partisipan takaful (*rabbul mal*) menyediakan dana untuk operator takaful yang akan mengelola dana takaful untuk keperluan pembayaran klaim dan juga termasuk menginvestasikan sebagai dana yang terkumpul yang tidak diperuntukkan untuk cadangan klaim dalam jangka waktu yang dekat. Pihak yang terlibat dalam transaksi takaful akan bersepakat untuk berbagi risiko dan juga berbagi laba. Operator takaful akan menerima bagian laba dari investasi tetapi tidak menanggung kerugian jika takaful mengalami kerugian. Jika ada kerugian, kerugian hanya ditanggung oleh partisipan. Gambar 8.1 di bawah ini memperlihatkan bagaimana model mudharabah dari takaful.



Gambar 8.1. Takaful Model Mudharabah

Partisipan memberikan kontribusi kepada operator takaful atas dasar amanah atau kepercayaan karenanya akan dikembalikan kepada partisipan setelah dikurangi dengan biaya operasional. Kontribusi dipisahkan menjadi

dua rekening yaitu dana donasi (tabarru') untuk berjaga terhadap risiko kerugian yang dialami oleh partisipan dan dana investasi yang digunakan oleh operator takaful untuk diinvestasikan ke pilihan-pilihan investasi yang halal. Pemisahan rekening ini penting dilakukan agar menjamin partisipan untuk saling menjamin dan berbagi risiko rugi dari dana tabarru' tersebut.

Kontribusi tabarru' atau dana risiko adalah dana yang diperuntukkan bagi partisipan yang mengalami kerugian atau kerusakan aset. Partisipan takaful sepakat untuk memberikan berapa persen dari kontribusi atau preminya untuk keperluan tabarru'. Kontribusi tabarru' ini memenuhi kewajiban partisipan untuk saling membantu dan saling menjamin yang memang cocok dengan nilai-nilai Islam.

Kontribusi dana investasi adalah sisa dari total kontribusi takaful setelah dikurangi dana tabarru'. Operator takaful menggunakan dana ini untuk berinvestasi di pilihan investasi yang sesuai syariah dengan tujuan untuk mendapatkan laba. Laba dari investasi ini didistribusikan dengan konsep mudharabah diantara partisipan dan operator takaful dengan nisbah bagi hasil yang sudah ditetapkan sebelumnya. Namun jika terjadi kerugian atas investasi maka kerugian hanya dibebankan kepada partisipan saja.

Dana tabarru' digunakan untuk membayar klaim dan setelah satu periode akan dihitung, setelah juga memoerhitungkan biaya yang terkait, apakah mengalami surplus atau defisit. Surplus dan defisit ini akan dibagi sesuai dengan rasio yang sudah ditetapkan sebelumnya diantara para partisipan pada saat jatuh tempo. Ada juga kemungkinan surplus juga dibagikan ke operator takaful. Pada kasus terjadi defisit dana tabarru', partisipan dapat menutup dengan hutang tanpa bagi hasil dengan menggunakan akad qordul hasan. Qordul hasan ini nantinya akan dibayar setelah dana tabarru' menjadi surplus dan mencukupi untuk membayar hutang. Pembayaran hutang qordul hasan ini akan menjadi kontribusi partisipan.

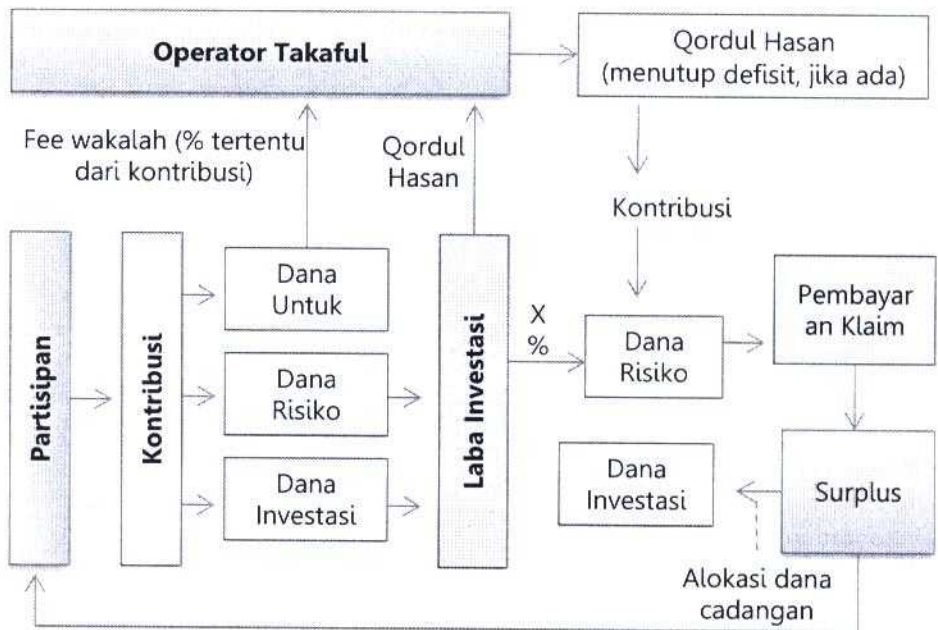
## C.2. Takaful model wakalah

Takaful modal wakalah menempatkan operator takaful sebagai pihak yang mewakili partisipan untuk mengelola dana takaful dengan imbalan yang dinamakan fee wakalah. Dengan demikian, operator takaful berfungsi sebagai agen yang mendapatkan fee (upah, ujr) karena keahliannya. Fee yang diberikan dapat merupakan persentase dari dana takaful (premi) yang dikelola atau sejumlah nominal tertentu yang disepakati. Gambar 7.2 di bawah ini memperlihatkan struktur dari takaful model wakalah.

Model wakalah ini semakin populer karena adanya keberapatan dari partisipan dengan ketentuan pembagian surplus dana yang harus dibagi dengan operator takaful seperti yang ada dalam model mudharabah. Dalam model wakalah, operator takaful adalah agen atau manajer dana yang tidak



mendapat bagian dari surplus dana yang berasal dari aktifitas investasi. Model wakalah juga lebih disukai karena dianggap memberikan proteksi keamanan yang lebih baik kepada partisipan dibandingkan dengan model mudharabah yang dianggap lebih berpihak ke manajer investasi atau operator takaful.



**Gambar 8.2.** Takaful Model Wakalah

Seperti dalam model mudharabah, dalam model wakalah dana takaful juga dipisahkan antara dana tabarru' dan dana investasi. Dana tabarru' digunakan untuk berjaga terhadap pembayaran klaim jika partisipan mengalami kerugian atau kerusakan aset. Ini dasar untuk memenuhi ketentuan syariah agar ada risk sharing antar partisipan. Sementara dana investasi akan ditempatkan di pilihan-pilihan investasi yang sesuai dengan syariah.

Perbedaan model wakalah dibandingkan dengan model mudharabah adalah adanya bagian dana kontribusi yang disisihkan untuk fee agen wakalah. Karena wakalah tidak menerima bagi hasil, mereka memperoleh pendapatan dari fee yang besarnya dapat disesuaikan dengan nilai kontribusi atau ditetapkan dalam jumlah tertentu. Pemisahan dana ujr ini penting karena dana ini tidak dapat digunakan untuk kepentingan membayar klaim maupun untuk investasi.

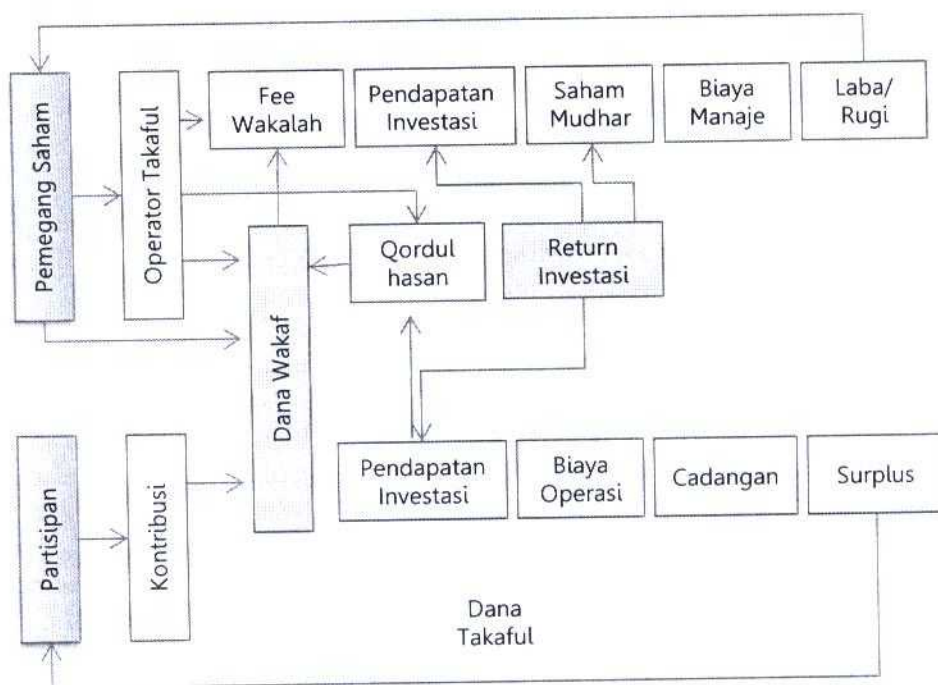
Dalam takaful model wakalah, jika ada dana surplus yang berasal dari dana tabarru' maka ada tiga pilihan penggunaannya. Pertama, semua surplus tetap dibiarkan di dana tabarru' untuk berjaga-jaga terhadap klaim pada masa yang akan datang. Kedua, sebagian dana tetap disimpan sebagai dana cadangan (contingency reserve) sedangkan sebagian lainnya didistribusikan ke partisipan. Ketiga, setelah didihkan untuk cadangan, dana didistribusikan ke

partisipan dan operator takaful. Metode apa yang akan digunakan untuk penggunaan surplus sudah harus ditetapkan dan diketahui seluruh partisipan pada saat mereka bergabung dalam takaful.

Jika terjadi kerugian dari dana tabarru', sebagaimana di model mudharabah, maka kerugian hanya dibebankan kepada partisipan. Operator takaful akan minta dana qordul hasan untuk menutup defisit karena kerugian tersebut dan nanti jika sudah memperoleh surplus, hutang qordul hasan harus dikembalikan.

### C.3. Takaful Model Wakalah disertai Wakaf

Takaful model wakalah disertai Wakaf adalah perbaikan dari model wakalah dengan memasukkan entitas hukum yang terpisah yang dinamakan Wakaf yang akan memiliki dana yang berasal dari kontribusi partisipan dan dana yang berasal dari pemegang saham. Wakaf pada dasarnya adalah pemberian atau donasi berupa tanah atau properti yang diniatkan untuk tujuan keagamaan, pendidikan, atau kegiatan sosial. Konsep wakaf ini diterima di banyak negara muslim. Dalam model takaful yang ketiga ini, lembaga wakaf akan menjadi entitas atau institusi yang menjalankan sekaligus memiliki secara langsung aset-aset takaful atau aset milik pihak ketiga. Dengan demikian, dalam model ini partisipan tidak menjadi pemilik dana takaful atau dana wakaf. Gambar 8.3 di bawah ini menggambarkan takaful model wakalah yang disertai wakaf.



Gambar 8.3. Takaful Model Wakalah Disertai Wakaf

Dana wakaf dikelola oleh fund manager yang ditunjuk dan mereka mendapat fee. Operator takaful yang disebut mudharib memiliki saham atas takaful tersebut disamping juga menerima fee atas jasa pengelolaan aset wakaf dan mengadministrasi perencanaan takaful. Mereka memperoleh hak laba dari investasi yang lakukan dimana dananya bersumber dari dana kontribusi partisipan dan donasi pemegang saham. Laba dan rugi dari operasi takaful akan ditanggung oleh pemegang saham.

Pemegang saham perusahaan takaful, yang bisa jadi juga menjadi partisipan takaful, memberi donasi untuk membentuk dana wakaf. Pemegang saham sebenarnya tidak memiliki hak kepemilikan terhadap aset wakaf, tetapi memiliki hak untuk mengelola dana yang terkumpul serta membuat perangkat peraturan dan ketentuan untuk menjalankan takaful. Dana wakaf diinvestasikan ke pilihan investasi yang sesuai syariah dan hasilnya digunakan untuk kemanfaatan partisipan. Pemegang saham berhak atas laba, namun demikian tidak ada kewajiban untuk mendistribusikan surplus kepada pemegang saham.

Kontribusi partisipan juga dimasukkan dalam dana wakaf. Setelah dikurangkan dengan biaya operasional takaful seperti fee wakalah, biaya admisnistrasi dan umum, biaya lain yang relvan seperti biaya amrketing, maka dana wakaf akan diinvestasikan ke pilihan investasi yang sesuai syariah. Semua klaim partisipan atas kerugian atau kerusakan juga diambilkan dari dana wakaf. Disamping itu sejumlah biaya operasional seperti biaya reasuransi dan membentuk cadangan juga diambil dari dana wakaf.

Ketentuan yang ada dalam wakaf menyatakan bahwa ada pemberian kompensasi terhadap partisipan yang mengalami kerugian dan juga pembagian surplus namun pembagian dana surplus sifatnya tidak wajib. Sebagaimana halnya di model mudharabah dan wakalah, dalam model ini jika takaful mengalami defisit juga akan diselesaikan dengan mekanisme qordul hasan. Namun, pinjaman diberikan ke lembaga wakaf bukan ke individu partisipan. Pinjaman ini harus dibayar oleh partisipan sebelum ada surplus yang bisa didistribusikan.

#### **D. Jenis-Jenis Takaful**

Jenis asuransi islam atau takaful mirip dengan asuransi konvensional yaitu dikelompokkan menjadi dua yaitu takaful keluarga dan takaful umum. Asuransi keluarga biasanya dibagi menjadi tiga yaitu program takaful individu, program takaful properti, dan program takaful kesehatan.

Takaful individu adalah jenis takaful yang merupakan gabungan antara tabungan dan investasi jangka panjang dengan waktu jatuh tempo yang tertentu. Produk ini mirip dengan asuransi jiwa di asuransi konvensional jika ditinjau dari tujuannya namun takaful individu memiliki mekanisme dan struktur transaksi yang berbeda. Menurut Shanmugan dan Zahari (2009), takaful individu memiliki tiga

tujuan yaitu mendorong seseorang untuk menabung secara rutin, untuk mendapat pendapatan dari investasi yang sesuai syariah, dan untuk membayar manfaat takaful kepada ahli waris jika partisipan meninggal atau mengalami disabilitas sebelum takafulnya jatuh tempo.

Jika partisipan meninggal sebelum berakhirnya kontrak, maka anggota keluarga akan memperoleh total kontribusi yang sudah disetor ditambah dengan hasil investasi dari kontribusi tersebut. Disamping itu, partisipan juga mendapat sisa angsuran yang belum dibayarkan hingga berakhirnya kontrak dan dana ini diambilkan dari dana tabarru'. Jika partisipan masih hidup hingga berakhirnya kontrak, dia akan mendapat pengembalian dari kontribusi ditambah dengan laba hasil investasi serta surplus dana tabarru' yang menjadi haknya. Jika partisipan mengundurkan diri dari program takaful sebelum jatuh tempo, dia akan berhak atas angsuran yang sudah dibayarkannya ditambah dengan hasil investasi dari dana yang disetor. Namun dana pertanggungan tabarru' tidak diberikan.

Takaful properti adalah program takaful keluarga adalah program takaful yang menjamin pendanaan/angsuran rumah ketika partisipan meninggal atau mengalami disabilitas permanen. Partisipan membayar kontribusi atau premi yang besarnya tergantung pada usia dari partisipan, nilai proteksi yang diinginkan, tingkat laba investasi, dan jangka waktu kontrak. Jika pemegang polis menjual rumah atau melunasi kredit rumah lebih awal, maka partisipan akan memperoleh kembali dana kontribusi dari dana periode yang tersisa dengan proporsi pro rata. Semenatra program takaful kesehatan akan menanggung biaya pengobatan ketika partisipan mengalami sakit tertentu yang memang bisa ditanggung program takaful atau ketika partisipan mengalami kecelakaan.

Selain program takaful keluarga terdapat juga program takaful umum. Program takaful umum akan menjamin partisipan jika mengalami kerugian tertentu. Takaful jenis ini pada umumnya jangka pendek yaitu hanya satu tahun dan bisa diperpanjang jika dikehendaki dengan kontrak baru. Contoh program takaful umum adalah takaful untuk kerugian aset akibat kebakaran dan kerusakan kendaraan akibat kecelakaan.

## **E. Perkembangan Takaful**

Malaysia adalah salah satu negara yang menjadi pelopor berdirinya takaful. Menurut Shanmugan dan Zahari (2009), pada tahun 1982 pemerintah Malaysia telah membentuk satuan kerja untuk mengkaji kemungkinan berdirinya asuransi islami. Kemudian pada tahun 1985, berdiri takaful yang pertama yaitu Syarikat Takaful Malaysia. Setelah itu muncul sejumlah takaful lagi, namun perkembangannya kelihatannya tidak terlalu pesat. Pada akhir tahun 2007, nilai aset takaful baru sebesar 7.2% dari total aset industri asuransi di Malaysia.

Meskipun perkembangannya tidak terlalu pesat, namun kedepan potensi perkembangan takaful diperkirakan akan cukup tinggi. Sebuah kajian yang dikutip oleh Shanmugan dan Zahari (2009) memperkirakan bahwa pada tahun 2015 nilai

premi takaful sudah di atas 7,4 milyar dollar Amerika dan 5 negara yang memberi kontribusi terbesar adalah Malaysia, Indonesia, Saudi Arabia, Amerika Serikat, dan Iran.

Di Indonesia berkembangnya industri takaful diawali oleh berdirinya PT Syarikat Takaful Indonesia pada tanggal 24 Pebruari 1994. Takaful ini berdiri atas prakarsa sebuah tim yang dibentuk oleh Ikatan Cendekiawan Muslim Indonesia (ICMI). PT Syarikat Takaful Indonesia kemudian mendirikan anak perusahaan PT Asuransi Takaful Keluarga yang bergerak di bidang asuransi jiwa syariah pada tanggal 4 Agustus 1994. Setelah itu didirikan juga PT Asuransi Takaful Umum pada tanggal 2 Juni 1995 yang bergerak di bidang asuransi umum. Sayangnya, PT Syarikat Takaful Indonesia ini pemegang saham mayoritasnya adalah Syarikat Takaful Malaysia.

Perkembangan industri takaful di Indonesia masih belum menggembirakan. Hingga tahun 2010 baru ada 3 perusahaan asuransi jiwa dengan prinsip syariah dan 2 perusahaan asuransi kerugian dengan prinsip syariah. Tabel 8.1 di bawah ini memperlihatkan perkembangan perusahaan takaful di Indonesia. Sememntara Tabel 8.2 memperlihatkan pertumbuhan premi, klaim, investasi, dan asetnya

**Tabel 8.1.** Pertumbuhan Perusahaan Asuransi Syariah di Indonesia

Keterangan <i>Description</i>	2006	2007	2008	2009	2010
Perusahaan Asuransi Jiwa dengan Prinsip Syariah / <i>Sharia Life Insurance Companies</i>	2	2	2	2	3
Perusahaan Asuransi Kerugian dengan Prinsip Syariah / <i>Sharia Non Life Insurance Company</i>	1	1	1	1	2
Perusahaan Asuransi Jiwa yang memiliki Unit Syariah / <i>Sharia Unit of Life Insurance Companies</i>	9	12	13	17	21
Perusahaan Asuransi Kerugian yang memiliki Unit Syariah / <i>Sharia Unit of Non Life Insurance Companies</i>	15	19	19	19	22
Perusahaan Reasuransi yang memiliki Unit Syariah / <i>Sharia Unit of Reinsurance Companies</i>	3	3	3	3	3
<b>Jumlah / Total</b>	<b>30</b>	<b>37</b>	<b>38</b>	<b>42</b>	<b>51</b>

**Tabel 8.2.** Pertumbuhan Premi, Klaim, Investasi, dan Aktiva Perusahaan Asuransi Syariah di Indonesia

Keterangan <i>Description</i>	Dalam Miliar Rupiah <i>In Billion Rupiah</i>				
	2006	2007	2008	2009	2010
Premi Bruto / <i>Gross Premium</i>	498,9	805,6	1.650,8	2.408,3	2.787,3
Klaim / <i>Claim</i>	188,2	312,6	492,3	800,7	1.083,2
Investasi / <i>Investments</i>	670,2	1.148,2	1.188,9	2.089,3	3.304,5
Aktiva / <i>Assets</i>	950,4	1.418,4	1.853,3	3.022,7	3.542,8

Pangsa pasar perusahaan Asuransi Syariah di Indonesia dari industri asuransi juga masih relatif kecil. Dilihat dari jumlah premi bruto, asuransi syariah hanya memiliki pangsa pasar 2,2% pada tahun 2010. Sementara jika dilihat dari nilai aktiva, pangsa pasar asuransi syariah hanya 0,9%. Secara lengkap pangsa pasar asuransi syariah dapat dilihat di tabel 7.3 di bawah ini.

**Tabel 8.3. Pangsa Pasar Asuransi Syariah di Indonesia**

Dalam Miliar Rupiah  
In Billion Rupiah

No.	Keterangan <i>Description</i>	Polis / Tertanggung <i>Policy / Insured</i>		Premi Bruto <i>Gross Premium</i>		Klaim Bruto <i>Gross Claim</i>		Aktiva <i>Assets</i>	
		2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009
I.	Seluruh Asuransi Jiwa <i>All Life Insurance</i>	34.564.028	38.387.734,4	75.537,1	61.725,5	51.966,4	38.788,1	1188.458,4	141.646,2
	Asuransi Jiwa Syariah <i>Sharia Life Insurance</i>	3.192.353	3.375.358,0	2.121,0	1.897,1	758,6	570,7	3.095,7	2.120,1
	<b>Persentase Asuransi Jiwa Syariah / Percentage of Sharia Life Insurance</b>	<b>9,2%</b>	<b>8,8%</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,1%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,5%</b>
II.	Seluruh Asuransi Kerugian & Reasuransi <i>All Non Life Insurance &amp; Reinsurance</i>	-	-	27.651,6	28.985,4	13.913,9	12.431,4	48.273,9	40.162,3
	Asuransi Kerugian & Reasuransi Syariah <i>Sharia Non Life Insurance and Reinsurance</i>	-	-	666,3	511,2	324,6	230,1	447,1	902,6
	<b>Persentase Asuransi Kerugian &amp; Reasuransi Syariah / Percentage of Sharia Non Life Insurance and Reinsurance</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>2,4%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,3%</b>	<b>1,9%</b>	<b>0,9%</b>	<b>2,2%</b>
I.	Seluruh Asuransi / All Life & Non Life Insurance	-	-	125.116,4	106.445,9	78.009,9	69.054,9	9405.231,0	320.891,9
	Seluruh Asuransi Syariah / All Life & Non Life Sharia Insurance	-	-	2.787,3	2.408,3	1.083,2	800,7	3.542,8	3.022,7
	<b>Persentase Seluruh Asuransi Syariah / Percentage of All Life &amp; Non Life Sharia Insurance</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,3%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,2%</b>	<b>0,9%</b>	<b>0,9%</b>

## F. Penutup

Adanya takaful membuat umat islam memiliki pilihan yang menentramkan ketika akan mengelola risiko baik terkait dengan dirinya sendiri, aset-asetnya, maupun bisnisnya. Peran semua pihak perlu lebih ditingkatkan agar praktek takaful menjadi lebih terjamin kemurnian syariahnya. Kekurangan sumberdaya manusia yang kompeten menjadi salah satu sebab mengapa perkembangan takaful kurang mengembirakan. Keberpihakan pemerintah dan masyarakat termasuk masyarakat

yang berkecimpung dalam penyiapan sumberdaya manusia yang memahami hukum islam tentang industri keuangan yang dipadu dengan pemahaman tentang industri keuangan itu sendiri dengan baik akan membuat format industri keuangan islami lebih terjaga keberlangsungannya. Industri keuangan islam, termasuk takaful, memerlukan kombinasi antara produk yang sesuai syariah namun juga memberi manfaat minimal sama dengan produk yang konvensional.

# BAB IX

## CORPORATE GOVERNANCE

### PADA LEMBAGA KEUANGAN

### SYARIAH

---

#### A. Pendahuluan

Corporate governance atau sering diterjemahkan menjadi tata kelola adalah hal penting yang harus dijalankan perusahaan termasuk lembaga keuangan islam. Terlaksananya corporate governance akan menjamin terpenuhinya hak-hak stakeholders yang terdiri dari pemilik, karyawan, konsumen, pemasok, masyarakat luas, dan pemerintah. Bahkan pelaksanaan corporate governance yang benar juga tidak boleh melanggar hak-hak pesaing karena pesaing juga merupakan salah satu stakeholders perusahaan.

Dalam bab ini akan ditinjau konsep corporate governance yang dapat dijalankan di lembaga keuangan islami. Ada dua pendekatan yang akan dibahas yaitu pendekatan agensi dan pendekatan stewardship. Kedua pendekatan akan dianalisis terkait dengan kecocokannya dengan karakteristik dari lembaga keuangan islam yang mendasarkan aktifitasnya pada nilai-nilai dan hukum islam.

#### B. Pengertian dan Pentingnya Corporate Governance

Kaen (2003) mendefinisikan *corporate governance* sebagai sesuatu tentang siapa yang mengontrol perusahaan dan mengapa dia mengontrol. Sementara itu Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI) mendefinisikannya sebagai seperangkat aturan yang menetapkan hubungan antara pemegang saham, pengurus, pihak kreditur, pemerintah, karyawan, serta para pemegang kepentingan intern dan ekstern lainnya sehubungan dengan hak-hak dan kewajiban mereka. Secara singkat FCGI mendefinisikan *corporate governance* sebagai sistem yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan.



Saat ini corporate governance merupakan permasalahan yang sangat disorot oleh investor di pasar modal. Hasil survey yang dilakukan oleh tim McKinsey, Coombes dan Watson (2000), memperlihatkan bahwa investor bersedia memberi premium kepada perusahaan yang bagus *corporate governance*-nya. Besar premium untuk negara-negara Asia yang disurvei adalah antara 20 – 27%, dan Indonesia adalah yang tertinggi premiumnya yaitu 27%. Investor percaya, jika sebuah perusahaan dikelola dengan governance yang baik, maka kinerjanya akan meningkat sehingga mereka mau membayarnya dengan harga yang lebih tinggi.

Saat ini paling tidak ada dua pendekatan untuk menjalankan praktek corporate governance yang baik yaitu pendekatan agency dan pendekatan stewardship. Pendekatan agency lebih dahulu muncul dan sekarang masih menjadi pendekatan yang mainstream dalam praktek corporate governance. Pendekatan stewardship muncul belakangan, setelah mencermati adanya beberapa kekurangan pendekatan sebelumnya (agency) dalam menciptakan good corporate governance. Pendekatan agency muncul dari permasalahan (teori) ekonomi dimana manusia diasumsikan memiliki keinginan-keinginan pribadi. Dalam konteks perusahaan, agen (manajer) diasumsikan memiliki keinginan (kepentingan) pribadi yang bisa jadi bertentangan dengan keinginan principal (pemilik). Untuk itu perlu ada pengawasan dan atau insentif agar agen tidak bertindak yang bertentangan dengan keinginan pemilik. Sementara itu, pendekatan stewardship muncul dari bidang ilmu sosiologi dan psikologi. Stewardship menganggap manusia akan bertindak untuk kepentingan kelompok, sehingga tidak ada kekhawatiran akan adanya sikap yang bertentangan dengan kelompoknya. Dalam konteks perusahaan, manajer akan bertindak untuk kepentingan perusahaan seutuhnya karena kemajuan perusahaan. Manajer percaya bahwa mereka dan pemilik sama-sama beruntung jika organisasi perusahaan kuat.

Untuk mewujudkan good corporate governance pada lembaga keuangan syariah, pendekatan mana yang lebih cocok? Lembaga keuangan syariah adalah sebuah organisasi yang relatif baru. Kajian tentang governance yang paling tepat masih perlu dicari. Prinsip-prinsip umum dalam good governance tentu saja akan tetap berlaku dalam lembaga keuangan syariah. Meskipun demikian, lembaga keuangan syariah memiliki kekhususan dalam rangka untuk mewujudkan ketentuan-ketentuan syariah. Itulah mengapa ada Dewan Pengawas Syariah dalam lembaga keuangan syariah untuk menjamin diberlakukannya ketentuan-ketentuan syariah tersebut.

### **C. Pendekatan Agency Dalam Corporate Governance**

Masalah agensi antara manajer dan pemegang saham pada banyak perusahaan di Amerika Serikat telah diidentifikasi oleh Barle dan Means (1932) sebagai akibat adanya perbedaan antara orang yang mengelola (manajer) dan yang memiliki perusahaan (pemegang saham). Manajer hanya memiliki porsi kepemilikan yang sangat kecil sehingga punya kecenderungan mengambil keputusan yang kurang

sejalan dengan kepentingan pemegang saham dan pada saat yang sama masing-masing pemegang saham juga hanya memiliki porsi kepemilikan yang kecil sehingga mereka enggan melakukan pengawasan secara serius terhadap perilaku manajer. Pola kepemilikan perusahaan di Amerika Serikat memang cenderung menyebar (*dispersed*) sehingga dua kondisi di atas muncul.

Di Indonesia, masalah agensi juga muncul pada perusahaan-perusahaan yang sudah *go public* meskipun akar permasalahannya tidak sama dengan masalah agensi di Amerika Serikat. Sebagian besar perusahaan *go public* di Indonesia masih dimiliki secara mayoritas/dominan oleh keluarga pendiri perusahaan dan keluarga pendiri ini terlibat dalam manajemen perusahaan. Kondisi ini memunculkan masalah agensi antara pemegang saham mayoritas, yang juga sebagai manajer perusahaan, dengan pemegang saham minoritas. Kurniawan dan Indriantoro (2000), misalnya, menengarahi bahwa struktur kepemilikan yang masih didominasi keluarga menyebabkan perlindungan terhadap investor kecil masih lemah.

Sebagai pendekatan yang sudah mapan dan saat ini masih menjadi paradigma yang dominan, pendekatan *agency* telah menawarkan sejumlah mekanisme untuk mengurangi masalah agensi sehingga dapat terwujud *good governance*. Awalnya Jensen dan Meckling (1976) mengidentifikasi ada dua cara untuk mengurangi kesempatan manajer melakukan tindakan yang merugikan investor, yaitu (1) investor luar melakukan pengawasan (*monitoring*) dan (2) manajer sendiri melakukan pembatasan atas tindakan-tindakannya (*bonding*). Pada satu sisi, kedua kegiatan tersebut akan mengurangi kesempatan penyimpangan oleh manajer sehingga nilai perusahaan akan meningkat sedangkan pada sisi yang lain keduanya akan memunculkan biaya sehingga akan mengurangi nilai perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa calon investor akan mengantisipasi adanya kedua biaya tersebut ditambah dengan kerugian yang masih muncul meskipun sudah ada *monitoring* dan *bonding*, yang disebut *residual loss*. Antisipasi atas ketiga biaya yang didefinisikan sebagai biaya agensi (*agency cost*) ini nampak pada harga saham yang terdiskon saat perusahaan menjual sahamnya.

Terdapat sejumlah mekanisme yang bisa dipakai untuk melakukan monitoring agar dapat mengurangi masalah agensi. Pembentukan dewan komisaris adalah salah satu mekanisme yang banyak dipakai untuk memonitor manajer. Namun demikian penelitian Mace (1986) menemukan bahwa pengawasan dewan komisaris terhadap manajemen pada umumnya tidak efektif. Ini terjadi karena proses pemilihan dewan komisaris yang kurang demokratis dimana kandidat dewan komisaris sering dipilih oleh manajemen sehingga setelah terpilih tidak berani memberi kritik terhadap manajemen. Namun jika dewan didominasi oleh anggota dari luar (*independent board of director*) maka monitoring dewan komisaris terhadap manajer menjadi efektif seperti ditemukan oleh Weisbach (1988).

Mekanisme yang lebih efektif dibandingkan dengan pembentukan dewan komisaris adalah melalui pasar *corporate control*, yaitu *takeover* (pengambilalihan). Manne (1965) menyatakan bahwa adanya pasar untuk *corporate control* dimana perusahaan yang menurun nilainya akibat adanya masalah agensi akan diambil alih

oleh perusahaan lain, merupakan mekanisme yang lebih bagus sehingga masalah agensi dapat dikurangi.

Secara empiris banyak yang mendukung efektifitas pasar *corporate control* ini dalam mengurangi masalah agensi. Jensen dan Ruback (1983) misalnya menemukan bahwa nilai gabungan antara perusahaan yang mengakuisisi dan yang diakuisisi meningkat setelah adanya akuisisi. Disamping itu Palepu (1985) menemukan bahwa perusahaan yang diakuisisi pada umumnya memang perusahaan yang buruk kinerjanya. Easterbrook dan Fischel (1991) juga menyatakan bahwa *takeover* merupakan mekanisme *corporate governance* yang penting di Amerika Serikat dimana tanpa adanya mekanisme ini maka kebebasan manajer (*managerial discretion*) akan sangat sulit dikontrol secara efektif.

Mekanisme yang juga banyak dipakai untuk mengawasi manajemen adalah melalui pemegang saham besar (*large outside shareholder*) yang biasanya merupakan lembaga keuangan seperti *investment banking*, perusahaan asuransi, perusahaan dana pensiun, perusahaan reksa dana, dan bank. Model pengurangan masalah agensi yang dibuat Jensen dan Meckling (1976) mengasumsikan bahwa pemegang saham terdiri dari investor-investor kecil. Oleh karena itu biaya monitoring terhadap manajemen pada investor-investor tersebut akan sangat besar sehingga mereka cenderung tidak melakukan monitoring. Shleifer dan Vishny (1986) membuat model dengan memasukkan adanya pemegang saham besar. Dari model tersebut ditemukan bahwa pemegang saham besar layak melakukan pengawasan yang lebih teliti, yang tentu saja terkait dengan bertambah besarnya dana pengawasan yang disediakan, karena manfaat yang akan mereka peroleh juga besar. Penelitian Mc Connell dan Servaes (1990) menguatkan pendapat tersebut dengan ditemukannya hubungan positif signifikan antara *Tobin's q* dengan kepemilikan institusional.

Mekanisme pengurangan biaya agensi yang agak mirip dengan mekanisme pemegang saham besar adalah mekanisme lewat kepemilikan yang lebih terkonsentrasi. Kepemilikan dikatakan lebih terkonsentrasi jika untuk mencapai kontrol dominasi atau mayoritas dibutuhkan penggabungan lebih sedikit investor. Shleifer dan Vishny (1997) mengemukakan bahwa jika kontrol dapat dipegang oleh semakin sedikit investor maka akan semakin mudah kontrol tersebut dijalankan. Dibandingkan dengan mekanisme pemegang saham besar, kepemilikan terkonsentrasi memiliki kekuatan kontrol yang lebih rendah karena mereka tetap harus melakukan koordinasi untuk menjalankan hak kontrolnya. Namun pada sisi yang lain mekanisme kepemilikan terkonsentrasi juga memiliki kemungkinan yang lebih kecil untuk munculnya peluang bagi kelompok investor yang terkonsentrasi untuk mengambil tindakan yang merugikan investor yang lain.

Monitoring juga dapat dilakukan dalam pasar manajer itu sendiri. Fama (1980) menyatakan bahwa masalah agensi akan sangat berkurang dengan sendirinya karena manajer akan dicatat kinerjanya oleh pasar manajer baik yang ada dalam perusahaan sendiri maupun yang berasal dari luar perusahaan. Lapisan manajer atas akan digantikan oleh manajer lapisan di bawahnya jika kinerjanya kurang memuaskan. Persaingan di pasar manajer ini akan memaksa manajer

bertindak sebaik mungkin untuk kemajuan perusahaan. Namun mekanisme pasar manajer ini tidak dapat sepenuhnya berjalan karena pasar manajer bukan merupakan pasar yang sempurna. Kelangkaan tenaga manajer dan sikap perlawanan dari pihak manajer agar posisinya tidak diganti adalah faktor-faktor yang menghambat diterapkannya mekanisme pasar manajer untuk kepentingan pengurangan masalah agensi. Mekanisme ini juga menurut hemat penulis tidak berjalan di Indonesia sehingga tidak dianalisis.

Sementara itu, untuk tindakan bonding terdapat dua mekanisme yang dianggap efektif. Pertama, bonding dengan meningkatkan hutang seperti disarankan oleh Jensen (1986). Semakin besar hutang maka semakin banyak dana kas yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk membayar bunga dan angsuran dengan demikian akan mengurangi jumlah dana kas yang disimpan perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) juga menyarankan memakai peningkatan hutang untuk mengurangi biaya agensi meskipun dengan alasan yang berbeda, yaitu supaya *outside equity* tidak bertambah sehingga konflik antara investor luar dan manajemen tidak meningkat.

Kedua, bonding dengan meningkatkan dividen. Disamping meningkatkan hutang, *free cash flow* juga dapat dikurangi dengan meningkatkan dividen tunai. Semakin besar dividen yang ditetapkan oleh perusahaan maka perusahaan harus mengeluarkan dana kas yang semakin besar sehingga yang tersisa di perusahaan menjadi kecil. Dengan alasan yang berbeda, Rozeff (1982) juga menyarankan peningkatan dividen untuk mengurangi biaya agensi karena meningkatnya dividen akan meningkatkan kemungkinan perusahaan mengambil dana dari luar (bukan dari dana internal) sehingga perusahaan semakin sering dimonitor oleh investor baru.

#### **D. Pendekatan Stewardship Dalam Corporate Governance**

Awal penggunaan pendekatan stewardship dalam corporate governance mungkin dapat merujuk pada karya Donaldson dan Davis (1991). Pendekatan stewardship mengasumsikan bahwa manajer cenderung akan bertindak sesuai dengan kehendak pemilik, karena ketika perusahaan sukses maka yang akan mendapat manfaat tidak hanya pemiliknya tetapi juga manajer yang mengelola perusahaan tersebut. Sejak itu kita mengerti bahwa teori stewardship dapat menjadi pijakan filosofis perlunya kolaborasi antara manajemen perusahaan dengan wakil pemilik perusahaan, yaitu dewan komisaris.

Saat ini teori stewardship telah menjadi penantang utama dominasi teori agency dalam literatur governance. Implikasi teori stewardship dalam corporate governance cukup signifikan karena teori ini menawarkan pandangan yang berbeda tentang perilaku manajer yang bisa jadi akan mengubah peran tradisional baik manajer maupun dewan komisaris. Ketika teori agensi memposisikan dewan komisaris sebagai alat untuk memonitor manajemen, teori stewardship

memposisikan dewan komisaris sebagai pihak yang berperan untuk memberdayakan (empowering) manajemen.

Sundaramurthy dan Lewis (2003) menjelaskan perbedaan antara pendekatan agency dan stewardship dalam kerangka corporate governance seperti nampak dalam tabel berikut.

**Tabel 9.1.** Perbedaan Pendekatan Agency dan Stewardship dalam Corporate Governance

Control	Prinsip Dasar	Collaboration
Agency Theory (Economics and Finance)	<b>Theoretical Basis</b>	Stewardship Theory (Sociology and Psychology)
	<b>Assumptions</b>	
Individualist	Human tendencies	Collectivist
Opportunism		Cooperation
Extrinsic	Motivation	Intrinsic
Goal conflict (risk differential)	Management – Owner relation	Goal alignment (firm identification)
Distrust		Trust
	<b>Prescription</b>	
Discipline and monitoring	Board's primary role	Service and advise
Outsider	Board structure	Insiders, social ties, CEO duality
Non duality		
Reduces goal conflict, avoids increasing risk differential	Executive stock ownership	Fosters firm identification and long-term relation
Constrains self-serving behaviour	Market for corporate control	Curb psychological commitment

Dua pendekatan memiliki asumsi yang berbeda terkait dengan kecenderungan sifat manusia, motivasi, dan bagaimana hubungan antara manajemen dan pemilik. Pada pendekatan agency, manusia diasumsikan cenderung memiliki sifat individualis, oportunis, dan memiliki motivasi yang tidak melekat dengan perusahaan sehingga menimbulkan konflik tujuan. Salah satu penjelasannya adalah karena ada perbedaan risiko antara manajemen dan pemilik. Pemilik memiliki risiko yang lebih rendah karena mereka dapat mendiversifikasikan investasinya ke sejumlah perusahaan. Manajer memiliki risiko yang besar karena masa depannya sangat tergantung pada kariernya di perusahaan. Perbedaan risiko ini memunculkan potensi adanya moral hazard, yaitu perilaku manajer yang opportunistic, serta mengundang munculnya ketidakpercayaan. Pendekatan stewardship sebaliknya, mengasumsikan manusia memiliki sifat kebersamaan dan memiliki motivasi yang melekat dengan perusahaan. Sebagai steward, manajer menganggap dirinya bagian dari perusahaan dan berusaha

menghayati misi perusahaan tersebut. Oleh karena itu, mereka akan dipercaya akan bertindak sesuai dengan tujuan perusahaan.

Berbasis pada asumsi yang berbeda, kedua pendekatan memiliki resep yang berbeda terkait dengan peran dan struktur dewan komisaris. Pendekatan agency menekankan pada adanya disiplin. Dewan komisaris adalah pengawas internal yang utama yang fungsinya mencermati keputusan-keputusan penting di perusahaan. Untuk kepentingan objektivitas, harus ada komisaris yang berasal dari luar yang tidak terlalu terlibat dengan aktifitas operasional harian para manajer. Perlu ada pemisahan antara dewan komisaris dan manajemen untuk menjaga adanya 'checks and balances'. Pendekatan stewardship sebaliknya, menekankan adanya pelayanan dan saran dewan komisaris untuk meningkatkan kualitas formulasi strategi. Terjadi keterikatan social antara dewan komisaris dan manajemen sehingga mendorong munculnya kepercayaan. Dewan komisaris akan memberikan feedback yang jujur dan terbuka, karena yakin manajemen akan sangat memperhatikan saran-sarannya.

Kedua pendekatan juga berbeda dalam menjelaskan beberapa mekanisme untuk meningkatkan efektifitas manajemen. Dalam kasus executive stock ownership, pendekatan agency menganggap ini adalah mekanisme internal bonding agar mengurangi konflik karena reward yang akan diperoleh manajemen akan terkait dengan kinerjanya. Sementara itu, pendekatan stewardship menganggap bahwa program ini akan meningkatkan kepemilikan manajer sehingga akan meningkatkan rasa memiliki manajer terhadap perusahaan sehingga akan terjaga hubungan baik dewan komisaris-manajemen dalam jangka panjang. Dalam kasus market for corporate control, pendekatan agency menganggap ini sebagai bentuk pengawasan eksternal dimana ada tim dari luar yang siap mengambialih pengelolaan perusahaan jika manajemen tidak mengelola perusahaan dengan baik. Sementara pendekatan stewardship menganggap mekanisme ini akan meningkatkan komitmen manajer secara psikologis, manajer butuh adanya afiliasi sehingga mendorong terjadi hubungan yang bersifat jangka panjang.

### **E. Lembaga Keuangan Syariah: Pendekatan Apa yang Cocok?**

Prinsip-prinsip dasar corporate governance pada lembaga keuangan syariah tidak berbeda dengan perusahaan pada umumnya. Namun demikian, ada paling tidak dua karakteristik yang melekat pada lembaga keuangan syariah terutama di Indonesia. Ciri pertama adalah, mensyaratkan kepatuhan pada hukum-hukum islam dalam setiap aktifitasnya dan ciri yang kedua adalah bahwa lembaga keuangan syariah masih merupakan institusi yang relative baru.

Untuk menjamin kepatuhan pada hukum islam, setiap lembaga keuangan syariah diwajibkan memiliki dewan pengawas syariah. Dilihat dari namanya, nampak bahwa fungsi dari dewan ini lebih cenderung merujuk pada fungsi dewan komisaris pada pendekatan agency, yaitu sebagai pengawas. Tentang bagaimana pola hubungan antara dewan pengawas syariah ini dengan manajemen bank belum

banyak yang mengkaji. Yang banyak ditulis justru sejumlah kritik terhadap kompetensi dewan pengawas syariah. Mencari orang yang ideal untuk menjadi anggota dewan pengawas syariah tidak mudah karena memang jumlahnya sangat terbatas. Seorang dewan pengawas syariah seharusnya memahami baik dari sisi syariahnya maupun dari sisi operasional bank. Kenyataannya criteria ini tidak mudah untuk dipenuhi, bahkan sekedar pemenuhan bahwa yang bersangkutan adalah memang menggeluti bidang ilmu hukum islam tentang perbankan bukan dalam bidang ilmu keislaman yang lain saja cukup sulit dipenuhi.

Melihat kenyataan bahwa kompetensi dewan pengawas syariah masih belum ideal maka sebenarnya kurang tepat jika harus dipaksa memilih pendekatan apa yang paling cocok sebagai pola hubungan dewan pengawas syariah dan manajemen. Jika dewan pengawas syariah diposisikan sebagai pengawas, maka fungsi pengawasannya tidak bisa ideal karena mereka tidak memahami dengan utuh apa yang mestinya mereka awasi. Jika diposisikan sebagai penasehat, masalah kompetensi juga akan muncul. Seorang penasehat mestinya memiliki kompetensi yang lebih tinggi atau paling tidak setara dengan yang diberi nasehat.

Kalau harus memilih, pendekatan apa yang lebih cocok? Pendekatan *stewardship* menekankan adanya kolaborasi antara dewan komisaris dan manajemen. Dalam kondisi dimana dewan pengawas syariah belum sepenuhnya memahami operasional perbankan dan pada saat yang sama, bisa jadi, manajemen juga kurang memahami hukum islam maka kolaborasi untuk saling belajar merupakan pilihan yang terbaik. Proses saling belajar ini akan efektif jika kedua pihak saling percaya satu dengan yang lain. Dengan demikian, pendekatan *stewardship* lebih cocok dipraktekkan di lembaga keuangan syariah. Namun demikian, tidak berarti konsep pengawasan yang berasal dari pendekatan *agency* kemudian dihilangkan sama sekali. Meskipun hubungan dewan pengawas syariah dan manajemen secara umum berbentuk kolaborasi, namun dewan pengawas syariah tetap harus tegas untuk hal-hal yang memang diyakini sudah ada ketentuan syariahnya. Jangan sampai untuk keperluan bisnis, maka dicari-cari pembenaran dari sisi syariahnya.

## **F. Penutup**

Sistem *corporate governance* yang baik hanya bisa dibenarkan ketika sudah ada bukti bahwa pelaksanaan sebuah sistem terbukti meningkatkan kesejahteraan bagi seluruh stakeholders. Sayangnya keberhasilan sebuah sistem di tempat atau organisasi tertentu belum tentu berhasil juga diterapkan di tempat dan organisasi yang lain. Lembaga keuangan syariah perlu mencari model yang cocok agar bisa memberi kemaslahatan yang lebih luas. Bisa jadi model *governance* yang terbaik disusun berdasarkan sistem-sistem yang sudah seperti pendekatan *agency* dan *stewardship* seperti diulas di atas, namun tidak tertutup kemungkinan dimunculkan model yang betul-betul baru.

# BAB X

## ISLAMIC WEALTH MANAGEMENT

---

### A. Pendahuluan

Wealth management atau manajemen kekayaan sebenarnya merupakan kebutuhan setiap orang atau keluarga meskipun tidak semua orang melakukannya. Setiap orang ingin agar kekayaannya terus tumbuh agar kebutuhan mereka dan keluarganya dapat tercukupi dengan kekayaan yang dimiliki. Agar kekayaan tumbuh, seseorang perlu mengembangkan kekayaan yang dimiliki lewat aktifitas investasi atau menjalankan bisnis. Pertumbuhan kekayaan juga harus dibarengi dengan strategi agar kekayaan tidak mengalami penurunan karena faktor-faktor risiko yang tidak diinginkan. Untuk itu, seseorang perlu menerapkan manajemen risiko atas kekayaannya. Strategi berinvestasi dan manajemen risiko adalah bagian dari manajemen kekayaan yang perlu dirancang, diimplementasikan, dan dievaluasi agar tujuan keuangan seseorang dan keluarganya dapat terwujud.

Islamic wealth management adalah manajemen kekayaan dengan menerapkan prinsip-prinsip islam dalam pelaksanaannya. Dengan semakin berkembangnya pasar keuangan islami seperti pasar modal islami, sukuk, perbankan islam, asuransi islam, dan lembaga keuangan islami lainnya, makin mempermudah seseorang untuk menerapkan manajemen kekayaan yang islami.

### B. Lingkup dan Pentingnya Wealth Management

Wealth management atau manajemen kekayaan adalah praktek dan ilmu yang terus tumbuh. Pada awalnya istilah yang sering digunakan untuk manajemen kekayaan adalah personal finance karena yang dibahas memang terkait dengan manajemen keuangan untuk keperluan pribadi atau keluarga. Istilah personal finance saat ini sudah mulai jarang digunakan. Kemudian muncul istilah financial planning yang secara harafiah sebenarnya dapat diartikan sebagai perencanaan keuangan secara umum, namun dalam prakteknya lebih diaplikasikan untuk perencanaan keuangan pribadi dan keluarga. Istilah financial planning ini saat ini masih banyak digunakan,



bahkan sejumlah program sertifikasi masih menggunakan istilah ini seperti *Certified Financial Planner (CFP)*.

Setiap orang memerlukan wealth management. Setiap orang memiliki tujuan pribadi dan tujuan keuangan yang ingin dicapai untuk dirinya sendiri, keluarganya, dan orang lain. Tujuan dan situasi finansial seseorang bisa jadi lebih kompleks dari pada orang lain, namun semua orang memerlukan perencanaan keuangan untuk mencapai tujuan tersebut. Untuk mencapai tujuan tersebut, publik ditawarkan beraneka macam produk investasi, program-program pembiayaan, berbagai perlindungan asuransi, berbagai program masa pensiun, berbagai ide untuk menghemat pajak, perencanaan untuk pemberian bantuan untuk masyarakat, dan produk serta layanan keuangan yang lain. Namun financial arrangements dan ideas ini sering muncul terpisah-pisah. Konsep wealth management mencoba mengembangkan dan mengimplementasikan rencana secara utuh dan menyeluruh untuk mencapai tujuan finansial dan tujuan personal seseorang.

Tujuan keuangan seseorang biasanya disesuaikan sepanjang daur hidup ekonomi (*economic lifecycle*) seseorang. Dimulai dari tahun-tahun awal sebagai *an income earner* ketika mereka harus beli rumah, mereka perlu melakukan debt management, memproteksi keluarga muda dengan asuransi yang cukup, dan berharap bisa memulai program memupuk kekayaan (*wealth accumulation*). Memasuki tahun-tahun dengan pendapatan yang lebih tinggi, mereka dapat memperoleh capital accumulation yang lebih besar. Tetapi pada periode *midlife* ini, mereka harus membiayai pendidikan anak yang lebih tinggi, melakukan perencanaan dana pensiun yang lebih baik, dan mungkin harus melakukan financial support untuk orang tua atau anggota keluarga yang lain.

Kemudian ada tahun-tahun persiapan masa pensiun (*immediate preretirement*) dan masa-masa pensiun (*retirement years*). Pada saat itu mereka harus mengatur urusan mereka sehingga mereka memiliki pendapatan yang cukup saat masa pensiun bersama pasangannya. Mereka juga perlu mengatur program distribusi kekayaan saat pensiun sehingga mereka dapat mencukupi kebutuhan saat pensiun dan tujuan untuk mentransfer kekayaan (*wealth-transfer*) ke keluarganya. Akhirnya, orang akan merencanakan the *transmission of their wealth* selama hidupnya atau setelah dia meninggal kepada anak, cucu, atau saudara yang lain dengan memperhitungkan pajak yang efisien. Program yang terakhir ini biasa disebut estate planning.

Wealth management fokus pada tercapainya semua tujuan keuangan seseorang atau keluarga dan merencanakan strategi untuk mencapainya. Untuk itu, perlu ada klasifikasi tujuan agar dapat memberikan cara yang sistematis untuk menentukan, menganalisis, dan merencanakan tujuan-tujuan dan ekspektasi-ekspektasi.

**Klasifikasi pertama** dari tujuan wealth management adalah adalah memupuk kekayaan/modal (*capital accumulation*). Orang ingin mengumpulkan modal atau dana untuk berbagai alasan. Ada dana yang dinamakan *emergency fund*. Dana ini digunakan untuk memenuhi kebutuhan/ biaya yang tak terduga, sebagai cadangan jika muncul risiko kerugian, dan sebagai dana penyangga jika terjadi *risks of life*,

seperti resesi ekonomi atau depresi. Besar dana emergency beragam dan tergantung pada sejumlah faktor seperti: pendapatan keluarga, jumlah anggota keluarga yang memiliki penghasilan, stabilitas dari pekerjaan, jumlah aset yang dimiliki, jumlah hutang yang ditanggung, program asuransi yang diikuti, risiko kesehatan dan kerusakan properti yang tidak diasuransikan, dan sikap umum dari keluarga terhadap risiko.

Selain untuk dana darurat, dana juga digunakan untuk keperluan edukasi. Saat ini biaya pendidikan meningkat dramatis, khususnya untuk pendidikan tinggi di jurusan-jurusan yang favorit. Untuk itu keluarga perlu menyediakan dana yang memadai untuk keperluan edukasi ini. Ada sejumlah faktor yang menentukan besar kecilnya dana pendidikan yang harus disediakan oleh keluarga yang diantaranya tergantung pada: jumlah anak atau orang lain yang menjadi tanggungan keluarga, umur mereka, rencana pendidikan mereka, ketersediaan beasiswa pendidikan, dan jumlah aset serta pendapatan keluarga. Selain itu, besar kecilnya dana edukasi juga tergantung pada minat keluarga terhadap pendidikan.

Berikutnya adalah dana untuk kebutuhan masa pensiun (*retirement needs*). Retirement Needs perlu dipersiapkan dengan baik karena masa pensiun dapat memunculkan risiko defisit jika tidak dipersiapkan dengan baik. Pada masa pensiun, pendapat seseorang akan cenderung berkurang sementara pengeluarannya bisa jadi justru meningkat, terutama yang terkait dengan masalah kesehatan. Perencanaan pensiun saat ini semakin penting karena sebagian besar orang saat ini mengantisipasi menikmati waktu yang lebih lama saat pensiun, karena harapan hidup yang lebih lama hingga usia 80, 90 tahun atau bahkan lebih. Untuk itu perlu dipersiapkan sejumlah dana untuk menjamin kecukupan kebutuhan sehari-hari karena pendapatan masa pensiun bisa jadi lebih kecil daripada kebutuhan pengeluaran sehari-hari serta melindungi dari dari pengeluaran yang terkait dengan kesehatan dengan asuransi. Beberapa orang juga ada yang berniat untuk pensiun dini. Konsekuensinya, perencanaan pensiun harus dilakukan dengan lebih baik karena masa pensiun menjadi semakin bertambah panjang. Salah satu yang harus dimiliki oleh orang yang pensiun dini adalah memiliki *passive income*, yaitu pendapatan yang tetap mengalir meskipun orang tersebut tidak melakukan aktifitas pengelolaan aset yang dimiliki.

Orang mengumpulkan dana dapat juga karena ingin melakukan investasi atau bisnis. Mereka mungkin menginginkan standar hidup yang lebih baik di masa yang akan datang. Mereka menginginkan adanya *income* tambahan, atau demi keamanan keuangan yang lebih baik, atau ingin pensiun dini, atau memiliki dana yang lebih besar yang akan diwariskan ke anak cucu, atau mereka hanya sekedar ingin menikmati proses investasi. Ketika sebuah bisnis menjadi bagian penting dan utama dari kekayaan seseorang atau keluarga, perencanaan terhadap bisnis menjadi sangat penting. Perencanaan bisnis dapat terkait dengan pemilihan jenis bisnis, operasionalisasi bisnis, sistem kompensasi serta berbagai tunjangan yang akan diberlakukan, serta perencanaan suksesi jika bisnis sudah mulai masuk ke generasi berikutnya.

**Klasifikasi kedua** dalam wealth management adalah melindungi kekayaan. Ada sejumlah program yang perlu dilakukan dalam rangka melindungi kekayaan seseorang. Kekayaan perlu dilindungi terhadap risiko personal (Protection against Personal Risks). Ini meliputi perencanaan untuk sejumlah risiko yang dapat menyebabkan kerugian pribadi (personal losses), seperti: biaya pengobatan (medical expenses), kemungkinan terjadinya disabilitas dari anggota keluarga yang menghasilkan pendapatan (disability of income earners), biaya perawatan kesehatan anggota keluarga yang memerlukan waktu lama (custodial care/long-term care expenses), kerugian dan biaya yang terkait dengan kematian anggota keluarga, dan kerugian terkait dengan kerusakan properti serta kerugian berupa kewajiban-kewajiban yang harus dibayar keluarga (property and liability losses). Penanganan terhadap masalah-masalah ini biasa disebut *personal risk management*.

Biaya pengobatan dapat dibedakan menjadi, pertama, biaya pengobatan normal atau biaya pengobatan yang sudah dianggarkan (normal or budgetable expenses), ini meliputi biaya pengobatan yang dibayar keluarga dari anggaran reguler bulanan. Dalam manajemen risiko personal ini dinamakan konsep retention yang artinya seseorang memutuskan untuk menanggung sendiri sebuah risiko jika risiko yang dimaksud terjadi. Kedua, biaya pengobatan yang lebih dari normal dan bersifat katastrofik (*Larger-than-Normal and Catastrophic Expenses*). Ini merupakan biaya yang melebihi normal sehingga mengganggu keuangan, meskipun untuk keluarga kaya. Jenis pengeluaran ini harusnya direncanakan dengan baik dengan melibatkan perusahaan asuransi dan jangan menggunakan konsep retention.

Kerugian yang muncul dari kemungkinan kehilangan pendapatan akibat disabilitas harus juga diperhatikan. Disabilitas yang bersifat total dan permanen adalah risiko yang serius dan harus lebih diperhatikan daripada disabilitas yang sementara. Asuransi *disability income* adalah cara proteksi yang utama untuk risiko ini. Disamping itu, tergantung keadaan, sebagian risiko ini juga dapat ditutup dengan the emergency fund. Kadang investment income dapat digunakan sebagai pengganti sebagian atau seluruh pendapatan dari anggota keluarga yang mengalami disabilitas terutama pada kasus orang kaya. Karyawan kadang juga memiliki tunjangan disabilitas (disability benefits) dalam beberapa jenis, dan ini bisa sedikit membantu. Dalam merencanakan program proteksi disabilitas, disarankan untuk mengambil kemungkinan yang terburuk (totally and permanently disabled) mulai saat ini sampai dengan masa pensiun. Juga perlu diperhatikan dampak disabilitas selama tahun-tahun bekerja terhadap dana yang tersedia saat pensiun. Jika skenario terburuk muncul, kemudian dihitung berapa yang akan diterima dari asuransi disability income yang diambil, dari berbagai macam tunjangan, dan pendapatan lain-lain. Semua harus berbasis setelah pajak.

*Custodial Care (Long-Term Care) Expenses* adalah biaya untuk merawat seseorang ketika dia tidak dapat menjalankan pekerjaan normal dalam hidup sehari-hari. Termasuk dalam biaya ini adalah ketika seseorang tidak dapat merawat diri sendiri namun bukan untuk pengobatan terhadap kondisi medis yang akut. Custodial care dapat berupa perawatan di rumah oleh perawat ahli (skilled nursing

home care), perawatan untuk anggota keluarga yang sudah usia lanjut (adult day care), dan perawatan kesehatan keluarga secara umum (home health care). Sejumlah asuransi kesehatan seperti Medicare dan private health insurance, biasanya tidak mengcover biaya custodial care ini. Dengan meningkatnya usia harapan hidup dan tingginya biaya custodial care maka perencanaan terhadap biaya yang terkait sangat penting dilakukan. Long-term care (LTC) insurance adalah program asuransi yang dapat digunakan untuk menanggung risiko ini. Mulai usia 50 atau mungkin lebih muda, LTC insurance sebaiknya menjadi bagian dari portfolio asuransi keluarga. Orang yang sangat kaya bisa jadi dapat mendanai biaya ini dari pendapatan investasi atau dari aset yang dimiliki. Namun seberapa kaya, sehingga orang tidak perlu asuransi ini masih diperdebatkan.

Peristiwa kematian juga perlu mendapat perhatian karena akan terkait dengan proteksi kekayaan keluarga. Tujuan perencanaan adalah untuk melindungi keluarga dari konsekuensi finansial dari kematian seorang anggota keluarga. Ada tiga potensi kerugian dan pengeluaran biaya jika ada seorang anggota keluarga meninggal. Pertama, hilangnya *future earning power* keluarga. Meninggalnya seseorang juga dapat menghentikan perolehan pendapatan dari orang tersebut. Disamping itu, meninggalnya seseorang juga akan meningkatkan biaya karena harus ada orang lain sebagai pengganti untuk mengerjakan pekerjaan yang selama ini dikerjakan oleh orang yang meninggal tersebut. Kedua, meninggalnya seseorang membawa konsekuensi bahwa hartanya akan diwariskan ke keturunannya. Transfer harta warisan akan dikenai pajak dan ini akan membuat nilai harta keluarga akan berkurang. Perlu ada strategi agar penyusutan harta keluarga tidak mengalami penyusutan yang banyak pada saat dilakukan transfer harta warisan. Ketiga, kerugian karena berkurangnya nilai bisnis (*business value*). Jika yang meninggal memiliki bisnis, bisnis tersebut juga akan terganggu keuangan dan nilainya.

Kekayaan keluarga juga harus diproteksi dari risiko akibat kerusakan properti dan kewajiban hukum tertentu (*Property Damage and Legal Liability Exposures*). Kerugian atas kerusakan properti dapat berupa biaya langsung yaitu biaya yang muncul untuk memperbaiki atau mengganti properti yang rusak dan biaya tidak langsung berupa kerugian karena properti yang rusak tidak dapat digunakan. Sementara kerugian kewajiban (*Liability Losses*) yaitu risiko berupa kewajiban membayar (*liability claim*) kepada orang lain. Kewajiban ini dapat dikarenakan oleh tindakan yang lalai yang dilakukan sendiri oleh yang bersangkutan, kelalaian yang dilakukan orang lain tetapi jadi tanggungjawab dia, kewajiban-kewajiban yang terkait dengan kontrak (misal kontrak sewa menyewa), kewajiban yang muncul karena aturan hukum (misal adanya upah minimum pekerja), dan kewajiban-kewajiban lain karena tindakan kesengajaan yang dilakukan seseorang. Untuk mengurangi potensi kerugian jenis ini kita perlu membuat a checklist dari potensi-potensi risiko kemudian menentukan risiko mana yang tidak perlu diasuransikan (*retained*) dan risiko apa yang perlu diasuransikan berikut biaya asuransinya.

Perencanaan berikutnya untuk melindungi kekayaan adalah mengantisipasi munculnya kemungkinan ada anggota keluarga yang menderita ketidakmampuan

secara fisik dan mental. Akibatnya dia tidak bisa mengelola propertinya dan bahkan tidak bisa mengambil keputusan terkait dengan kesehatannya. Oleh karena itu, jika dia punya property dan urusan keuangan lain, perlu ada rancangan siapa yang akan menanganinya. Terkait dengan keputusan penanganan kesehatan, dia perlu menyediakan arahan dan membuat rancangan untuk perkara-perkara perawatan kesehatan ketika musibah tersebut muncul.

**Kategori ketiga** adalah terkait dengan mentransfer kekayaan. Ada dua perencanaan tentang bagaimana seseorang mentransfer kekayaannya yaitu yang terkait dengan estate planning dan charitable giving. Sebuah estate plan meliputi perencanaan bagaimana mewariskan harta seseorang kepada keluarganya. Estate planning meliputi perencanaan selama dia masih hidup, saat kematiannya, dan manajemen dan transfer dari property setelah kematiannya. Transfer kekayaan juga dapat dilakukan melalui pemberian derma (charitable giving). Kebanyakan orang memiliki tujuan untuk berderma dengan berbagai tingkat. Derma tersebut dapat berbentuk sumbangan, sedekah, infak, wakaf, dan pemberian lain yang sifatnya sukarela. Zakat bukan merupakan bentuk charity meskipun juga merupakan bentuk pemberian kepada orang lain, karena sifat wajib dilakukan bagi orang muslim. Mereka yang memiliki kekayaan yang besar mestinya membuat sistem pemberian derma yang lebih baik agar derma tersebut lebih efektif mencapai tujuan.

Program derma ini juga dapat digabungkan dengan program perencanaan kekayaan yang lain seperti estate planning, perencanaan pensiun, atau perencanaan pajak. Terkait dengan estate planning, bisa jadi seseorang tidak akan memberikan seluruh hartanya untuk diwariskan ke keluarganya tetapi sebagian akan diberikan kepada orang lain atau masyarakat untuk kepentingan sosial. Terkait dengan perencanaan pensiun, misal ada orang merencanakan nanti saat pensiun akan lebih banyak meluangkan waktunya untuk kepentingan masyarakat. Jika demikian, maka rencana dermanya perlu disatukan dengan rencana pensiun. Sementara jika rencana derma disatukan dengan rencana pajak karena dana yang dikeluarkan untuk derma dapat mengurangi pendapatan kena pajak. Jika ini direncanakan dengan baik, maka pembayaran pajak dapat lebih efisien.

### **C. Proses Perencanaan Keuangan**

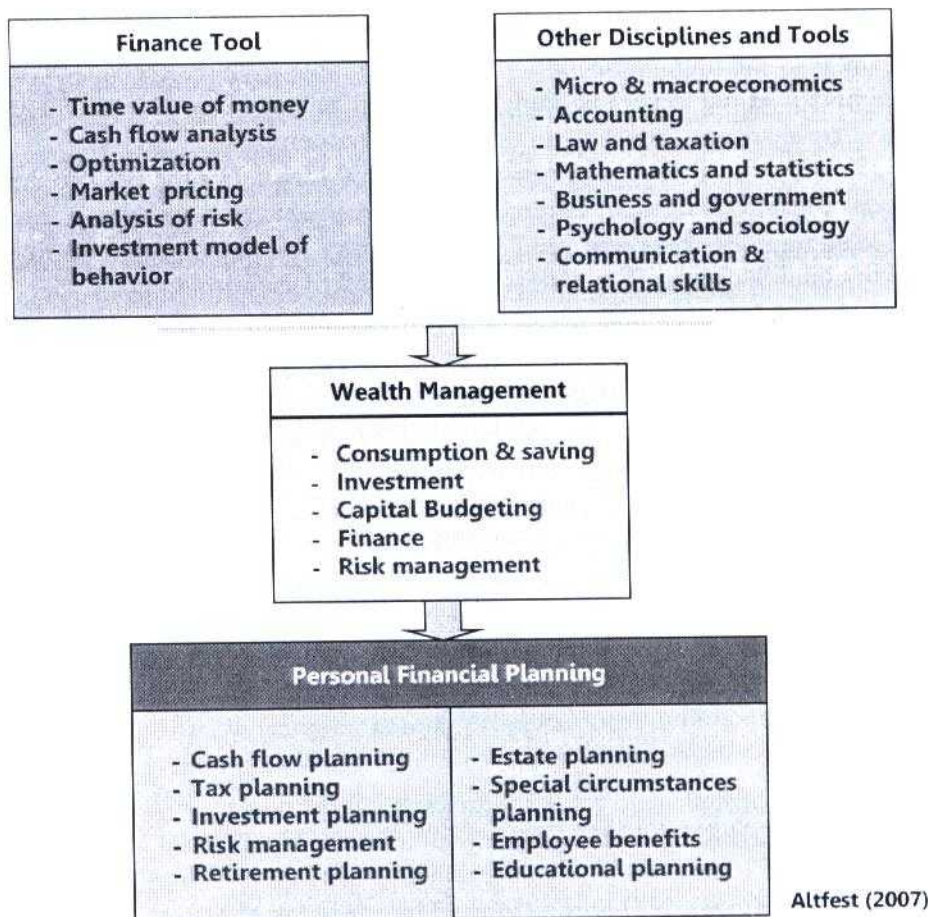
Proses perencanaan keuangan yang merupakan bagian dari manajemen kekayaan meliputi enam aktifitas. Berikut ini keenam aktifitas tersebut.

#### **1. Menentukan hubungan antara klien dan perencana**

Individu atau keluarga yang ingin mengelola kekayaan pribadinya secara komprehensif perlu jasa profesional untuk menangani berbagai aspek manajemen kekayaan seperti sudah diuraikan di atas. Tidak ada satu orang yang dapat menguasai semua aspek tersebut sehingga perlu sejumlah profesional atau sebuah tim yang menangani manajemen kekayaan ini. Para penasihat profesional ini meliputi penasihat investasi, manajer aset, perencana keuangan, broker atau agen asuransi jiwa dan asuransi umum, broker reksadana, ahli

valuasi, akuntan, ahli hukum, dan profesional lain yang diperlukan. Gambar 9.1. di bawah ini memuat keahlian apa saja yang diperlukan untuk melakukan manajemen kekayaan dengan baik.

Dalam sejumlah kasus, satu orang profesional atau lembaga melakukan perencanaan awal, kemudian baru ditambah profesional lain yang dibutuhkan. Dalam kasus yang lain, keluarga dapat berhubungan ke masing-masing profesional secara terpisah. Apapun caranya, antara klien dan perencana perlu menetapkan: lingkup dan sifat dari jasa yang diberikan, tujuan klien, batas tanggungjawab perencana, kapan kontrak jasa akan berakhir, dan juga sistem kompensasi bagi perencana.



**Gambar 10.1.** Wealth Management, Keahlian yang Dibutuhkan, dan Perencanaan yang Dilakukan

## 2. Mengumpulkan data

Jenis informasi yang diperlukan untuk perencanaan kekayaan bisa berbeda dengan berbedanya situasi, namun informasi yang perlu dikumpulkan akan

meliputi informasi tentang: investasi yang sudah dilakukan oleh keluarga, rumah dan properti lain yang dimiliki, program pensiun yang dimiliki, gaji dan tunjangan yang diterima, kewajiban pajak, program asuransi jiwa, kesehatan, properti yang diikuti, serta dokumen-dokumen terkait dengan warisan. Perlu juga dicermati keabsahan hukum dari aset dan dokumen-dokumen yang dimiliki.

Setelah data terkumpul maka perlu dibuat laporan posisi keuangan dan laporan aliran kas seseorang dan keluarga. Laporan tersebut mirip dengan laporan keuangan yang dibuat perusahaan, namun lebih banyak mengacu pada transaksi kas (bukan accrual) serta menekankan pada nilai wajar, bukan nilai buku. Laporan Posisi Keuangan, disebut juga Neraca, menggambarkan harta, kewajiban dan ekuitas keluarga pada waktu tertentu. Sementara itu, Laporan Aliran Kas memberi gambaran tentang pendapatan, pengeluaran, dan saldo atau penghematan yang dimiliki keluarga.

Mengumpulkan data seperti yang dibutuhkan di atas merupakan tantangan tersendiri bagi para profesional private wealth management. Dalam mengumpulkan data, mereka harus menggunakan *checklist*, daftar pertanyaan, kertas kerja, wawancara pribadi, atau kombinasi dari berbagai teknik tersebut agar data yang dibutuhkan dapat diperoleh. Setelah data terkumpul lengkap, maka kemudian ditetapkan tujuan keuangan dan ekspektas-ekspektasi personal dan keluarga serta disusun aktifitas dan strategi untuk mencapainya.

### **3. Menentukan status keuangan**

Ini meliputi menganalisis status keuangan seseorang secara umum berdasarkan laporan keuangan personal yang sudah disusun dan kaitannya dengan tujuan-tujuan keuangan yang ingin dicapai dan harapan-harapannya, sebagaimana telah ditetapkan pada langkah sebelumnya.

### **4. Mengembangkan dan membuat rencana keuangan**

Setelah status keuangan diketahui melalui Laporan Keuangan Personal, tujuan keuangan sudah ditetapkan, dan alternatif strategi untuk mencapai tujuan sudah dipertimbangkan, maka rekomendasi dapat dibuat untuk membuat sebuah rencana keuangan untuk mencapai tujuan yang sudah ditetapkan.

### **5. Mengimplementasikan rencana keuangan**

Rencana keuangan, sebagus apapun nampaknya, baru dapat dinilai setelah diimplementasikan. Banyak rencana-rencana bagus hanya sebagian saja yang akhirnya diimplementasikan, sementara sejumlah rencana bagus lainnya sama sekali tidak dijalankan. Sebagai profesional wealth management, mereka harus berusaha untuk menyakinkan klien agar rekomendasi yang sudah dibuat dilaksanakan oleh klien.

## 6. Memonitor rencana keuangan

Tidak ada rencana yang bersifat tetap. Keadaan selalu berubah. Dalam keluarga ada perubahan anggota ketika ada peristiwa kelahiran bayi, pernikahan, perceraian, dan kematian. Perubahan kondisi juga muncul karena ada anggota keluarga yang berubah pekerjaannya, kondisi perekonomian yang berubah, dan perubahan-perubahan lain yang mengharuskan adanya perubahan rencana. Makanya, melakukan monitoring terhadap rencana dan membuat revisi yang diperlukan adalah aktifitas yang penting dalam proses perencanaan keuangan.

## D. Islamic Wealth Management

### 1. Kekayaan dan Islam

Islam mengajarkan bahwa kekayaan/harta (wealth) dapat diperoleh lewat usaha atau warisan tetapi semua harta (*maal*) adalah milik Allah dan manusia hanyalah diberi amanah/titipan atas kekayaan tersebut. Dalam Islam, menisai-siakan harta adalah tindakan tak terpuji. Harta harus dicari, diinvestasikan, dan dibelanjakan dengan cara yang *halal*. Hanya dengan begitu, seorang Muslim, keluarganya, dan masyarakat (*ummah*) akan memperoleh kebahagiaan/penghargaan di dunia dan di akhirat

Islam tidak menghambat orang untuk mengumpulkan harta, namun jika dilakukan dengan nafsu yang berlebihan maka akan membawa pada peminggiran aspek-aspek utama dari spiritualitas seseorang. Meskipun Islam tidak memandang negatif pengumpulan harta, namun Islam melarang pengumpulan kekayaan yang berlebihan hanya pada tangan sedikit orang. Zakat adalah cara menghindari penumpukan harta pada beberapa orang, karena zakat mendistribusikan harta dari mereka yang 'berada' kepada mereka yang kekurangan. Hukum waris dalam Islam juga menjadi jaminan bahwa harta akan terdistribusikan kepada *ummah*.

Islam mengajarkan agar setiap muslim mencari harta yang banyak dan berkelanjutan. Untuk mencapainya, Islam mendorong setiap muslim untuk bekerja dan memperoleh penghasilan yang halal untuk diri dan keluarganya dan mendorong setiap Muslim untuk bekerja keras untuk mencapai kesempurnaan dan ekselensi pada profesi yang dipilih. Praktek manajemen kekayaan yang islami, *islamic wealth management*, adalah pilihan yang dapat dilakukan oleh seorang muslim untuk mewujudkan tujuan memiliki harta yang berkelanjutan tersebut. Sebagaimana dalam konsep manajemen kekayaan yang umum, aktifitas *Islamic wealth management* juga meliputi menciptakan, meningkatkan, memproteksi, dan mendistribusikan hartai. Namun dalam *islamic wealth management* ada tambahan aktifitas purifikasi (pembersihan) harta.

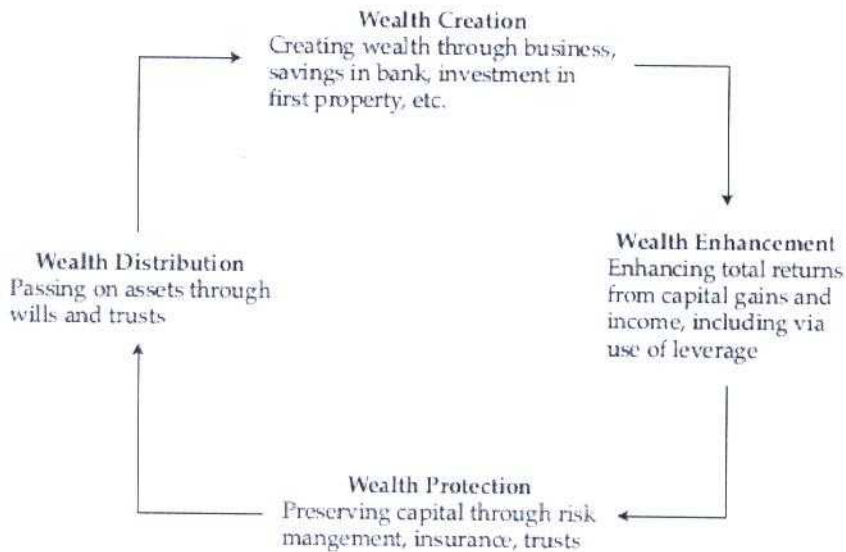
### 2. Perspektif Islam dalam Mendapatkan, Mengelola, dan Mendistribusikan Kekayaan

Shari'a mengajarkan bahwa harta memberi sejumlah manfaat dan harta tidak boleh dikembangkan dengan cara yang tidak benar dan tidak boleh dibelanjakan



untuk keperluan yang tidak baik. Menurut shari'a, kebutuhan untuk memperoleh harta merupakan dorongan untuk bekerja keras. Kemampuan seseorang dalam memperoleh harta dan kemudian mendistribusikannya memberi harapan bagi kaum miskin yang membutuhkan. Orang perlu mengelola hartanya dengan hemat agar dapat membantu keluarga dan masyarakatnya. Dengan berhemat, menabung sebagian pendapatannya serta menghindari pengeluaran yang tidak perlu, seorang Muslim dapat membantu memerangi perilaku konsumtif dan juga inflasi.

Bagaimana mendapatkan, dan mengelola, dan mendistribusikan kekayaan dalam perspektif islam sebenarnya tidak berbeda dengan konsep dasar wealth management. aktifitasnya meliputi penciptaan kekayaan (wealth creation), meningkatkan kekayaan (wealth enhancement), proteksi kekayaan (wealth protection) dan distribusi kekayaan (wealth distribution). Gambar 10.2 di bawah ini menggambarkan keempat aktifitas tersebut.



Source: Lim (2008).

**Gambar 10.2.** Aktifitas Islamic Wealth Management

#### a. **Wealth Creation**

Dalam Islam, Allah adalah pemilik harta dan kemudian diberikan kepada manusia. Allah adalah pemilik absolut dari harta, manusia hanya diberi titipan. Harta harus diperoleh dan dilipatgandakan dengan cara yang dibolehkan oleh Islam, dengan demikian peningkatan harta tidak boleh dilakukan melalui aktifitas bisnis yang dilarang. Sebagai seorang muslim, tujuan dari memperoleh harta adalah untuk memperoleh keberuntungan (falaah) baik di dunia maupun di akherat kelak. Sesuatu yang

menguntungkan di dunia tetapi membuat celaka di akherat tidak akan dilakukan oleh seorang muslim.

**b. Wealth Enhancement**

Peningkatan kekayaan dalam Islam hanya boleh dilakukan dengan berinvestasi di bisnis dan produk keuangan yang sesuai dengan syariah, yaitu yang bebas dari *riba*, *gharar* dan *maisir*. Selain itu, investasi tidak boleh terkait dengan produk/jasa yang *haram*, seperti babi dan alkohol. Produk keuangan yang memenuhi syarat diantaranya adalah saham syariah, *sukuk*, *reksadana syariah*, *program takaful*, *program tabungan wadiah* dan *deposito mudharabah*. Tujuan pengembangan kekayaan dalam *islamic wealth management* adalah sama dengan *wealth management* yang konvensional, yaitu mengembangkan *capital* pada tingkat yang rasional dengan tetap menjaga akumulasi kekayaannya.

**c. Wealth Protection**

Proteksi terhadap kekayaan adalah hal penting dalam Islam. Setiap risiko yang muncul perlu diidentifikasi dan jika dirasa perlu harus ditangani untuk mengurangi atau mencegah dampak buruknya. Dalam hal ini, *risk management* dan *Islamic insurance* (*takaful*) memainkan peran penting dalam aktifitas *islamic wealth management*. Sementara investasi islami yang melarang *gharar* juga konsisten dengan upaya untuk memproteksi kekayaan. Investasi yang berisiko tinggi lebih banyak membuat harga kurang aman daripada untuk meningkatkan harta.

**d. Wealth Cleansing and Distribution**

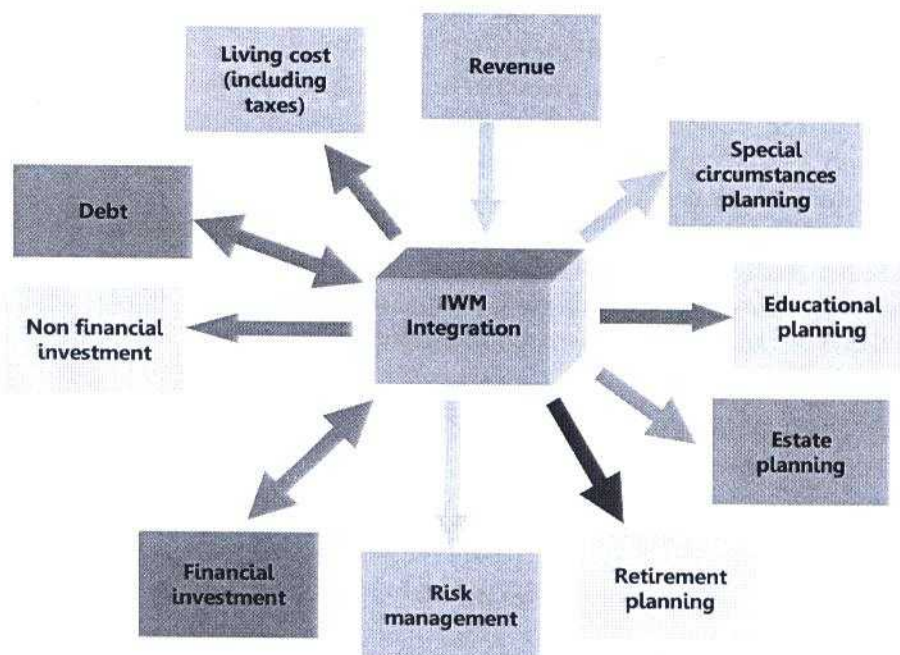
Islam menuntut kebersihan baik fisik maupun spiritual. Kebersihan spiritual meliputi kebersihan fikiran (tidak ada niat buruk, keinginan berbuat melawan hukum) dan kebersihan hati (*iri*, *dengki*, *sombong*). Kebersihan spiritual dikaitkan dengan adanya harapan, kepercayaan, pemberian maaf, dan perhatian. Untuk membantu umat islam mencapai kebersihan spiritual dan *wealth purification* (kemurnian harta), Islam menggunakan sistem zakat. Setiap Muslim wajib membayar zakat ketika hartanya sudah mencapai nilai tertentu. Zakat adalah cara mengurangi gap antara si kaya dan si miskin dan cara untuk membantu terpenuhinya kebutuhan orang-orang yang kurang beruntung. Distribusi kekayaan juga dapat dicapai lewat berlakunya hukum *waris*, *faraid*, yang mengatur bagaimana pembagian harta setelah seseorang meninggal.

**3. Lingkup Islamic Wealth Management**

Lingkup *islamic wealth management* sebenarnya sama dengan *wealth management* yang konvensional. *Revenue* (pendapatan) yang diterima seseorang dan keluarganya berasal dari aktifitas *wealth creation* seperti diuraikan di atas,

harus diperoleh dengan cara-cara yang halal. Pendapatan ini kemudian digunakan untuk membiayai berbagai macam kebutuhan hidup (*living cost*) termasuk pajak yang harus dibayar. Sisa pendapatan setelah digunakan untuk living cost dapat diinvestasikan baik di sektor riil (*non financial investment*) maupun di sektor finansial (*financial investment*). Kedua aktifitas terakhir ini merupakan aktifitas wealth enhancement karena hasil dari kedua investasi tersebut akan meningkatkan pendapatan seseorang dan keluarganya. Untuk meningkatkan dana investasi, seseorang dapat juga berhutang (*debt*) dan harus juga dirancang bagaimana cara mengembalikannya.

Aktifitas wealth protection meliputi sejumlah program yaitu program rencana pendidikan (*educational planning*), program perencanaan warisan (*estate planning*), program perencanaan pensiun (*retirement planning*), program perencanaan hal-hal khusus (*special circumstances planning*) dan juga aktifitas manajemen risiko (*risk management*). semenatra aktifitas wealth distribution dapat masuk ke program warisan dan program perencanaan khusus. Gambar 10.3 di bawah ini menggambarkan lingkup islamic wealth management.



Gambar 10.3. Lingkup Islamic Wealth Management

#### 4. Prospek Islamic Wealth Management

Shanmugan dan Zahari (2009) mengutip Laporan “Tapping Global High Net Worth Individuals” (KFH Research 2008) menyatakan bahwa semakin banyak Muslim HNW yang beralih ke Islamic wealth management. Banyak yang

berkomitmen kuat untuk menggunakan jasa keuangan yang benar-benar sesuai dengan prinsip *Shari'a*. Pada tahun 2008, Muslim private wealth diperkirakan memiliki porsi 5 percent (US\$2.1 trilyun) of global private wealth, meningkat dari 4.8 percent (US\$1.9 trilyun) di tahun 2007. pada tahun 2020 diproyeksikan nilai nya meningkat menjadi US\$4 trilyun.

Disamping kabar baik tentang pertumbuhan sektor Islamic wealth management, IWM menghadapi tantangan yang sama dengan yang dihadapi oleh Islamic finance, secara umum, yaitu keterbatasan SDM yang sehingga pertumbuhannya menjadi terhambat. Selain itu, perlu ada standarisasi yang lebih produk-produk investasi islam dan konsistensi dalam mengaplikasikan kriteria screening untuk *Shari'a compliance*. Kadang, tidak ada interpretasi tunggal dari hukum Islam yang diterima oleh semua madzab. Dengan demikian, setiap lembaga keuangan harus memiliki Dewan Syariah sendiri untuk menentukan apakah sebuah produk halal atau tidak.

## E. Penutup

Wealth management merupakan aktifitas terpadu untuk mengelola kekayaan pribadi dan keluarga dengan menggabungkan sejumlah keahlian. Aktifitasnya meliputi aktifitas menciptakan kekayaan, meningkatkan kekayaan, melindungi kekayaan, dan mendistribusikan kekayaan. Islamic wealth management memasukkan nilai-nilai islam dalam keempat aktifitas tersebut, dengan memastikan bahwa aktifitasnya adalah aktifitas yang halal, terhindar dari riba, gharar, dan maysir. Dengan demikian, akan tercapai tujuan keuangan seorang muslim yaitu keuntungan yang tidak hanya di dunia tetapi juga keuntungan di akhirat, yang sering disebut dengan *falaah*. Aktifitas yang menguntungkan di dunia tetapi akan merugikan di akhirat tidak akan dipilih dalam kerangka islamic wealth management.

# Daftar Pustaka

---

- Abderrezak, F. (2008), *The Performance of Islamic Equity Funds: A Comparison to Conventional, Islamic and Ethical Benchmarks*, Thesis, Department of Finance, University of Maastricht
- Abod, S.G.S, S.O.S. Agil, dan A. Ghazali (1992), (Editor), *An Introduction to Islamic Finance*, Quill Publisher, Kuala Lumpur
- Ahmad, Abu Umar Faruq and M. Kabir Hassan (2006), The Time Value of Money Concept in Islamic Finance, *The American Journal of Islamic Social Sciences* 23:1, pp 66-89
- Alhabshi, S Othman, (1992), Basic considerations in determining the goal of the firm, dalam Abod, S.G.S, S.O.S. Agil, dan A. Ghazali (1992), (Editor), *An Introduction to Islamic Finance*, Quill Publisher, Kuala Lumpur
- Arifin, Zaenal (2018), Testing for Persistence in Sharia Mutual Fund Performance in Indonesia, *Review of Integrative Business and Economics Research*, 7(1), 104-115
- Altman, Edward I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance*. 23 (4), 589–609.
- Ayub, Muhammad (2007), *Understanding Islamic Finance*, Wiley Finance, NY
- Berle, A. A. dan G.C. Means, G.C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York, dalam La Porta, E. F. Lopez-de-Silanes, dan A. Shleifer, (1999), Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, Vol.LIV, No. 2, April, pp 471-517
- Bodie, Z., A Kane, dan A J Marcus, (2009), *Investment*, Eighth Edition, McGraw-Hill Irwin, NY
- Chapra, Umar Muhammad, (1992), *Comment on Metwally's "The Role of the Stock Exchange in an Islamic Economy"* dalam Abod, et, al (Editor), *An Introduction to Islamic Finance*, Quill Publisher, Kuala Lumpur
- Dabbeeru, R. (2006), *Performance Analysis of Mutual Funds in Saudi Arabia*, SSRN eLibrary. <http://ssrn.com/paper=921523>
- Dewan Syariah Nasional, (2011), Fatwa DSN No. 80/DSN-MUI/III/2011 Tentang Penerapan Prinsip Syariah Dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek, DSN-MUI
- Dwianggoro, A., S P Anantadjaya, dan M Sibarani, (2012), Reksadana Saham Di Indonesia: Analisa Persistensi Periode April 2006 – Maret 2011, *Finance & Accounting Journal*, 1(2) September, pp 69 – 83

- Easterbrook, F H dan D R Fischel (1983), Voting in Corporate Law, *Journal of Law and Economics*, 26, pp 395-427
- Elfakhani, S., M K Hassan, dan Y Sidani (2005), *Comparative Performance of Islamic Versus Secular Mutual Funds*, Proceeding Economic Research Forum Conference, 19- 21 Mei, Kairo, Mesir
- Elvani, V dan N Linawati, (2013), Uji Konsistensi Kinerja Reksadana Saham di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2012, *FINESTA*, 1(2), pp 130-135
- Fama, F. Eugene (1970), Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, 25, 383-417
- Grinblatt M. dan S. Titman, (1992), The Persistence of Mutual Fund Performance, *The Journal of Finance*, Vol. XLVII, No. 5 Dec., pp 1977-1984
- Gruber, J. Martin, (1996), Another Puzzle: the Growth in Actively Managed Mutual Fund, *The Journal of Finance*, Vol. LI, No. 3, July, pp 783-810
- Hayat, R dan R. Kraeussl (2012), Risk and Return Characteristics of Islamic Equity Funds, *Emerging Market Review*, 12(2), pp 189-203
- Jensen, C. Michael, (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, Vol 76, No. 2 pp 323-329
- Jensen C. M, and W. H. Meckling, (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3, pp 305-360
- Jensen, C. M. and R. S. Ruback, (1983), The Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics* 11 pp 5-50
- Jones, S., S van der Laan, G Frost, dan J Loftus, (2008), The Investment Performance of Socially Responsible Investment Funds in Australia, *Journal of Business Ethics*, 80; pp 181- 203
- Kaen, R. Fred, (2003), *A Blueprint for Corporate Governance*, American Management Association, NY
- Khamlichi, A., M. Arouri, dan F Teulon, (2014), Persistence of Performance Using The Four- Factor Pricing Model: Evidence from Dow Jones Islamic Index, *The Journal of Applied Business Research*, 30(3) May-June, pp 917- 926
- Khan, Akram Muhammad, (1992), *Commodity Exchange and Stock Exchange in an Islamic Economy*, dalam Abod, et, al (Editor), *An Introduction to Islamic Finance*, Quill Publisher, Kuala Lumpur
- Mace, M. L., (1986), dalam Morck (1992), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Vol. 1 pp 475-477
- Mannan, Mansur, (2008), *Islamic Capital Market*, dalam Millar, Roderick dan Habiba

- Anwar (Editor), (2008), *Islamic Finance: A Guide for International Business and Investment*, GBM Publishing Ltd, London, United Kingdom
- Manne, H. G., (1965), *Merges and the Market for Corporate Control*, dalam Morck, K. Randall, (1992), *Corporate Ownership and Management*, dalam *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Vol. 1 pp 475-477
- Mansor, F dan M. I. Bhatti (2011), *The Islamic Mutual Fund Performance: New Evidence on Market Timing and Stock Selectivity*, Proceeding 2011 International Conference on Economics and Finance Research (ICEFR), 14-16 Maret 2011, Lengkawi Malaysia
- McConnell, J. J., dan H. Sevaes, (1990), dalam Morck, (1992), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Vol. 1 pp 475-477
- Metwally, M. Mokhtar, (1992), *The Role of Stock Exchange in an Islamic Economy*, dalam Abod, et, al (Editor), *An Introduction to Islamic Finance*, Quill Publisher, Kuala Lumpur
- Millar, Roderick dan Habiba Anwar (Editor), (2008), *Islamic Finance: A Guide for International Business and Investment*, GBM Publishing Ltd, London, United Kingdom
- Norman, L Trevor, (2004), *Islamic Investment Funds*, dalam Sahail Jaffer (Editor), *Islamic Asset Management*, Euromoney Book-Kuwait Finance House-The national Commercial Bank, London, United Kingdom
- Palepo, Krishna G, (1986), *Predicting Takeover Target: A Methodological and Empirical Analysis*, *Journal of Accounting and Economics*, 8, pp 3-35
- Rahman, Arif, (2013), *Analisis Perbandingan Kinerja Reksadana Saham Syariah dan Reksadana Konvensional pada Periode Krisis dan Periode Sesudah Krisis Subprime Mortgage*, Thesis, Magister Manajemen Universitas Gajah Mada
- Rozeff, Michael S., (1982), dalam Kim et al (1988), *Investment Performance of Common Stock in relation to Insider Ownership*, *The Financial Review*, vol. 23, No1, February pp 53-63
- Rubio, JF., M K Hassan, dan H J Merdad (2012), *Non-Parametric Performance Measurement of International and Islamic Mutual Funds*, *Accounting Research Journal*, 25(3), pp. 208- 226
- Shanmugam, Bala dan Zaha Rina Zahari,(2009), *A Primer on Islamic Finance*, The Research Foundation of CFA Institute
- Shleifer A. and R. W. Vishny, (1997), *A Survey of Corporate Governance*, *the Journal of Finance* Vol. LII, No.2, pp 737-783
- Siskawati, Eka, (2011), *Islamic Capital Market Interconnection : Evidence from Jakarta Islamic Index to The Regional Islamic Market and Global Islamic Market*,

Proceeding of the International Conference on Social Science, Economics and Art 2011, Hotel Equatorial Bangi-Putrajaya, Malaysia, 14 - 15 January 2011

- Susanto, Hari Adi, (2012), *Analisis Perbandingan Kinerja Reksadana Konvensional dan Reksadana Syariah Menggunakan Model Sharpe, Treynor, Reward to Market Risk, dan Reward to Diversification*, Thesis, Magister Manajemen Universitas Gajah Mada
- Syarif, A. Ahmad, (2008), Evaluasi Satu Semester Penerbitan Daftar Efek Syariah Demi Pengembangan Industri Pasar Modal Syariah Di Indonesia, *KARIM Review*, Special Edition, January 2008
- Taj El-Din, I. Seif, (2002), Toward an Islamic Model of Stock Market, *Journal of King Abdul Aziz University: Islamic Economics.*, Vol. 14, pp. 3-29
- Zheng, Lu, (1999), Is Money Smart? A Study of Mutual Fund Investor's Fund Selection Ability, *the Journal of Finance*, Vol. LIV, No. 3 June, pp 901-933



# KEUANGAN DAN PASAR MODAL ISLAM

Buku Keuangan dan Pasar Modal Islam ini berisi diskripsi dan analisis tentang institusi keuangan dan pasar modal Islam, khususnya di Indonesia. Institusi keuangan tersebut meliputi perbankan syariah, pasar modal syariah, dengan produk-produknya berupa saham syariah, sukuk, reksadana syariah, dan produk-produk derivative syariah, serta takaful. Dasar-dasar keuangan Islam juga dibahas dalam buku ini termasuk dasar-dasar hukum Islam yang terkait dengan kontrak (akad) serta konsep nilai waktu uang. Pada bagian akhir juga dibahas tentang corporate governance Islami sebagai kerangka untuk mewujudkan institusi keuangan Islam yang lebih baik serta bahasan tentang Islamic wealth management. Investor muslim perlu mengetahui Islamic wealth management untuk mengelola kekayaan mereka agar tetap berlandaskan nilai-nilai Islam.



Zaenal Arifin yang lahir di Pati pada tanggal 7 Agustus 1965 adalah dosen tetap di Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia (UII). Lulusan program studi Ekonomi Perusahaan UII ini menyelesaikan Magister Ilmu Manajemen dan Doktor Ilmu Manajemen di Universitas Indonesia Jakarta. Bidang keilmuan dan riset yang ditekuni adalah keuangan dan pasar modal, terutama keuangan dan pasar modal Islam. Sebelum ini, telah terbit buku yang berjudul Teori Keuangan dan Pasar Modal yang banyak dijadikan referensi oleh para peneliti.



Penerbit EKONISIA  
Kampus Fakultas Ekonomi  
Universitas Islam Indonesia

ISBN 978-602-6617-30-9

