



# Arah Kebijakan Pengembangan Pasar Modal Syariah



**Muhammad Touriq**

Kepala Bagian Pengembangan Kebijakan Pasar Modal Syariah Bapepam-LK

**P**asar modal syariah di Indonesia telah berkembang dengan cukup menggembirakan dari tahun ke tahun. Periode 2005 – 2010 merupakan periode awal perkembangan dengan basis yang cukup baik. Beberapa peraturan yang terkait dengan penerapan prinsip syariah di pasar modal telah diterbitkan, antara lain Peraturan Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah, Peraturan Nomor IX.A.14 tentang Akad-akad yang digunakan dalam Penerbitan Efek Syariah, dan Peraturan Nomor II.K.1 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah.

Pada periode ini pula produk pasar modal syariah seperti reksa dana syariah, sukuk (obligasi syariah), serta saham syariah mulai berkembang dengan pesat. Hingga akhir tahun 2010, secara kumulatif telah terbit 47 sukuk korporasi dengan total nilai emisi sebesar Rp 7,81 triliun. Selain itu, saat ini terdapat 48 reksa dana syariah di pasar dengan Nilai Aktiva Bersih (NAB) mencapai Rp 5,23 triliun. Jika dibandingkan dengan 5 tahun terakhir sejak tahun 2006, nilai pasar produk syariah tumbuh cukup signifikan.

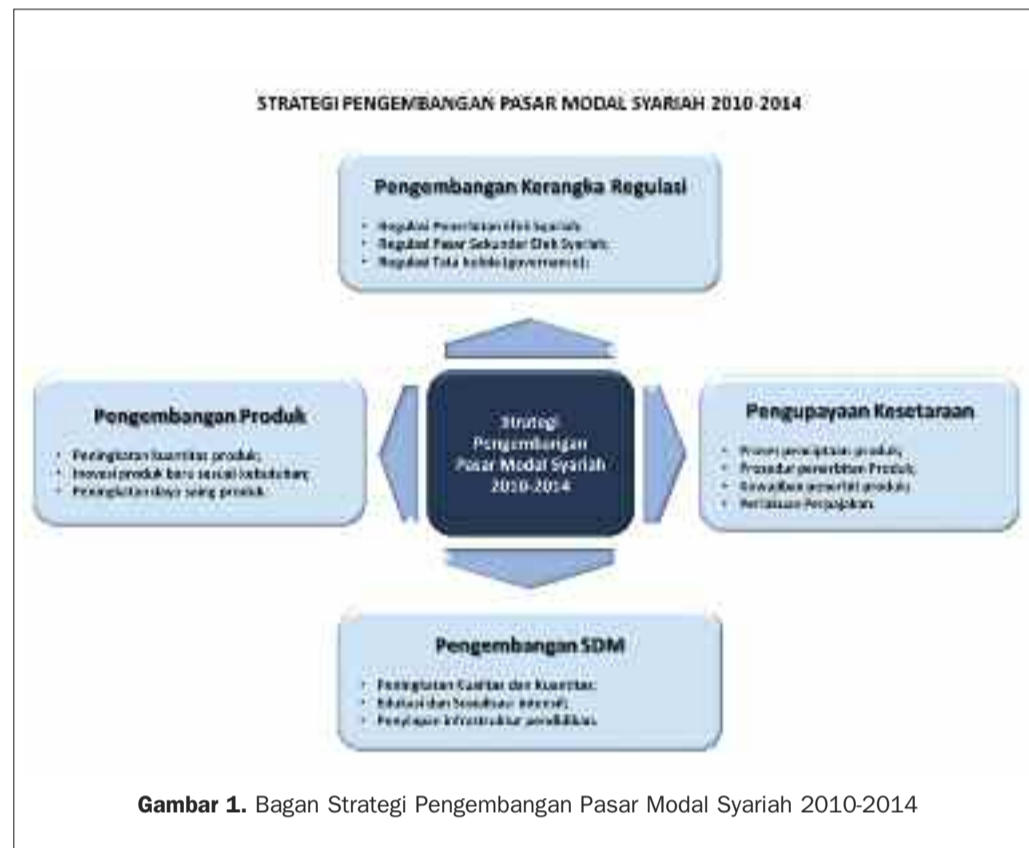
Total nilai emisi sukuk korporasi sampai dengan akhir 2010 telah tumbuh sebesar 242% dengan rata-rata pertumbuhan 49% per tahun. Pada periode yang sama, NAB reksa dana syariah juga mengalami pertumbuhan sebesar 622% dengan rata-rata pertumbuhan sebesar 124% pertahunnya. Selanjutnya, sejak tahun 2007 Bapepam-LK juga secara periodik telah menerbitkan Daftar Efek Syariah (DES) yang memuat saham-saham yang sesuai kriteria syariah. Jumlah saham yang termuat dalam DES dari tahun ke tahun juga mengalami peningkatan. Saat ini terdapat 226 saham yang memenuhi kriteria syariah atau mencapai 47% dari total 478 saham yang ada.

Namun demikian, jika dilihat dari porsi di industri pasar modal secara keseluruhan, nilai pasar dari produk syariah masih relatif kecil. Pada akhir tahun 2010 rasio Nilai Aktiva Bersih (NAB) reksa dana syariah terhadap total NAB reksa dana berkisar 3,5%. Sementara itu, nilai emisi sukuk korporasi (obligasi syariah) berkisar 3,7% dari total nilai emisi obligasi di pasar modal.

Kondisi ini menunjukkan bahwa upaya-upaya strategis untuk mengembangkan pasar modal syariah masih perlu dilanjutkan. Kerangka besar kebijakan pengembangan pasar modal syariah ke depan telah tertuang secara detil dalam Master Plan Pasar Modal dan Industri Keuangan Non Bank 2010-2014 yang disusun oleh Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan – Kementerian Keuangan RI, dimana pengembangan pasar modal syariah merupakan salah satu strategi yang diusung dalam mencapai salah satu tujuan yang ada di Master Plan tersebut.

#### Empat Program

Sebagaimana tertuang dalam master plan di atas, terdapat 4 (empat) kelompok pro-



Gambar 1. Bagan Strategi Pengembangan Pasar Modal Syariah 2010-2014

gram yang akan dilakukan dalam pengembangan pasar modal syariah. Yaitu, pengembangan kerangka regulasi yang mendukung pengembangan pasar modal syariah, pengembangan produk pasar modal syariah, pengupayaan kesetaraan produk pasar modal syariah dengan produk pasar modal konvensional, dan pengembangan sumber daya manusia di bidang pasar modal syariah.

Program pertama, mengembangkan kerangka regulasi yang mendukung pengembangan pasar modal syariah. Beberapa regulasi terkait pasar modal syariah telah diterbitkan dalam beberapa tahun terakhir. Hal ini menjadi pijakan yang penting bagi pengembangan pasar modal syariah ke depan. Namun demikian, dinamika industri selalu menuntut adanya penyempurnaan serta penambahan regulasi. Ketersediaan regulasi yang mencukupi diperlukan untuk memberikan landasan hukum yang komprehensif bagi pengembangan pasar modal syariah.

Fokus pengembangan kerangka regulasi ke depan adalah menyediakan regulasi yang dapat memberikan kejelasan dan meningkatkan kepercayaan pelaku pasar. Regulasi pasar modal syariah akan disusun dengan pendekatan ke arah regulasi yang jelas, sederhana, mudah dipahami, tidak rigid, serta mendukung tumbuhnya kepercayaan investor terhadap kegiatan investasi di pasar modal syariah. Regulasi tersebut antara lain, regulasi terkait pasar sekunder efek syariah dan regulasi terkait tata kelola (*governance*) pengawasan kepatuhan terhadap prinsip syariah.

Program kedua, mengembangkan produk pasar modal syariah. Dinamika yang terjadi di industri keuangan global pada dua dekade menunjukkan bahwa industri keuangan syariah, termasuk pasar modal syariah, telah

menjadi bagian penting dari industri keuangan secara keseluruhan. Strategi pengembangan produk syariah di pasar modal ke depan akan dilakukan melalui dua pendekatan. Pertama, memperbanyak produk syariah yang ada di pasar, sehingga kebutuhan sumber pendanaan, sekaligus instrumen investasi syariah, dapat dipenuhi. Kedua, menciptakan pilihan produk baru yang belum ada sebagai sumber pendanaan bagi perusahaan.

Langkah yang akan dilakukan untuk menerapkan dua pendekatan tersebut antara lain, menyusun pedoman baku produk syariah bagi perusahaan yang memerlukan pendanaan melalui pasar modal, mengkaji dan mengembangkan produk syariah melalui modifikasi produk pasar modal konvensional yang telah ada, serta mengkaji dan menciptakan produk-produk syariah baru. Tujuan akhir dari strategi ini adalah menjadikan porsi produk syariah dalam industri keuangan menjadi semakin besar dan diharapkan dapat memberikan kontribusi yang cukup signifikan.

Program ketiga, mengupayakan kesetaraan produk pasar modal syariah dengan produk konvensional. Produk syariah di pasar modal memiliki karakteristik khusus dibandingkan produk konvensional. Karakteristik khusus tersebut tercermin dari proses transaksi, dan pembentukan produk harus memenuhi kaidah yang sesuai dengan prinsip syariah. Hal ini terkadang mengakibatkan adanya proses yang sedikit lebih kompleks dibandingkan dengan produk konvensional. Di samping itu, dampak yang sering terjadi akibat dari karakteristik khusus tersebut adalah kewajiban terhadap pemenuhan regulasi tertentu terkadang menjadi

lebih berat, seperti contohnya kewajiban terhadap regulasi perpajakan. Hal ini tentunya mengakibatkan tidak setaranya area persaingan antara produk syariah dengan produk konvensional.

Untuk mengatasi persoalan ini diperlukan sebuah konsep kesetaraan (penciptaan *level playing field*) antara produk syariah dengan produk konvensional, bukan dengan pemberian fasilitas atau insentif. Tujuan dari kebijakan kesetaraan ini agar industri keuangan syariah dapat tumbuh dan berkembang secara alamiah sehingga akan lebih kokoh dibandingkan jika pertumbuhan tersebut dipicu oleh berbagai fasilitas dan insentif.

Ke depan, kebijakan yang akan dilakukan adalah dengan mengupayakan regulasi yang dapat menunjang konsep kesetaraan tersebut. Penyusunan dan penyempurnaan regulasi tersebut akan bersifat komprehensif, mulai dari penerbitan produk hingga kewajiban yang melekat setelah produk tersebut diterbitkan. Juga mengupayakan kesetaraan perlakuan perpajakan antara produk keuangan syariah dengan produk keuangan konvensional.

Program keempat, meningkatkan pengembangan sumber daya manusia (SDM) di pasar modal syariah. Ketersediaan SDM yang cukup, baik dari sisi kuantitas maupun kualitas, dipercaya akan mempercepat dan meningkatkan perkembangan industri pasar modal syariah di Indonesia. Juga diharapkan dapat meningkatkan inovasi-inovasi produk syariah di pasar modal. Selain itu, SDM yang berkualitas tentunya juga akan berdampak pada meningkatnya tingkat kepatuhan terhadap pemenuhan prinsip syariah.

Konsep pengembangan SDM yang menjadi fokus ke depan adalah dengan membekali pengetahuan para profesional, regulator, dan juga para ulama serta ahli syariah dari dua sisi. Para ulama dan ahli syariah dibekali pengetahuan teknis industri dan para profesional, sementara regulator dibekali pengetahuan syariah terutama fikih muamalah. Upaya strategis lain adalah dengan mengupayakan pemuaian materi tentang pasar modal syariah dalam materi-materi program pendidikan lanjutan bagi para profesional, dan jika memungkinkan, diupayakan juga untuk dimuat dalam kurikulum pendidikan formal.

Selanjutnya, kerja sama dengan institusi pendidikan baik formal maupun informal juga akan dilakukan. Kerjasama tersebut dapat dilakukan dalam bentuk penyelenggaraan program-program pendidikan dan pelatihan di bidang keuangan syariah. Hal penting yang harus menjadi perhatian kita semua adalah komitmen dari semua pihak dalam mendukung program-program tersebut. Keberhasilan pengembangan pasar modal syariah dapat terwujud secara efektif jika terdapat sinergi diantara seluruh stakeholder, yaitu regulator termasuk DSN-MUI, pelaku pasar, akademisi, dan tentunya kalangan media sebagai garda depan promosi dan sosialisasi kepada masyarakat. Wallahu a'lam. ■

## TSAQÖFI

### Sukuk Al-Intifa'



**Dr Irfan Syaqui Beik**

Ketua Tim Prodi Ekonomi Syariah FEM IPB

Indonesia adalah negara yang memiliki potensi sumberdaya ekonomi yang sangat luar biasa, yang jika dapat dimanfaatkan secara optimal, akan memiliki implikasi terhadap peningkatan kesejahteraan masyarakat. Salah satu potensi tersebut adalah aset wakaf. Menurut catatan Kementerian Agama, luas tanah wakaf di Indonesia mencapai angka 1400 km<sup>2</sup>, atau setara dengan dua kali luas Singapura. Nilai aset ini diperkirakan mencapai angka Rp 590 triliun. Namun sangat disayangkan, mayoritas tanah wakaf ini adalah *idle asset*.

Hal tersebut sangat kontras bila dibandingkan dengan Singapura, dimana MUIS (Majelis Ugama Islam Singapura) mampu memberdayakan sejumlah aset wakafnya sehingga memberikan keuntungan ekonomis. Sebagai contoh, pada tahun 2001 lalu, MUIS mampu memanfaatkan salah satu tanah wakafnya untuk membangun gedung perkantoran enam lantai untuk disewakan, sehingga asetnya bisa meningkat empat kali lipat, dari 25 juta dolar Singapura menjadi 100 juta dolar Singapura dalam waktu lima tahun.

Pertanyaannya, mengapa hingga saat ini masih sangat sedikit aset wakaf di tanah air yang mampu diproduktifkan, sehingga bisa memberikan nilai ekonomis yang tinggi bagi masyarakat? Di antara

jawabannya adalah karena masih minimnya sumber dana investasi yang diperlukan untuk memberdayakan aset-aset tersebut. Sementara di sisi lain, kita melihat pertumbuhan pasar keuangan syariah yang sangat pesat. Banyak inovasi produk keuangan yang muncul, yang salah satu diantaranya adalah sukuk.

Saat ini, sukuk telah menjadi instrumen investasi yang diharapkan dapat berperan dalam menumbuhkan perekonomian nasional. Dari sudut pandang negara, sukuk telah dijadikan sebagai salah satu sumber pendanaan untuk menutupi defisit APBN, meski nilainya masih belum terlalu besar. Hingga 31 Agustus 2010, pemerintah telah menerbitkan *sovereign sukuk* dengan total volume senilai Rp 41,92 triliun. Ke depan, peran sukuk ini diperkirakan akan semakin signifikan, apalagi di tahun 2011 ini pemerintah telah merencanakan untuk menerbitkan sejumlah seri sukuk ritel.

#### Integrasi Wakaf dan Sukuk

Dengan kondisi di atas, maka tantangan bagi kita adalah bagaimana membangun sinergi dan *connectivity* antar sektor dalam ekonomi syariah, termasuk antara sektor wakaf dengan pasar modal syariah. Terkait dengan hal ini, ada baiknya kita melihat contoh model integrasi

wakaf dengan sukuk dalam sebuah skema yang disebut dengan sukuk al-intifa', sebagaimana yang telah dikembangkan Arab Saudi dalam pembangunan Zam Zam Tower di Makkah.

Secara sederhana, mekanisme sukuk al-intifa' ini berbasis akad ijarah. Nadzir (pengelola wakaf) menyewakan tanah wakaf yang dikelolanya kepada pihak developer yang tertarik, misalkan perusahaan A. Biaya sewa yang disepakati, yang harus dibayarkan oleh A, adalah dalam bentuk gedung, dan bukan dalam bentuk uang tunai. Katakan masa kontraknya adalah 25 tahun. Maka setelah 25 tahun, A berkewajiban memberikan gedung kepada nadzir sebagai biaya sewa atas tanah wakaf yang dikelolanya. Jadi, sistem pembayarannya tidak dilakukan setiap bulan atau setiap tahun, melainkan secara penuh (*lump sum*) setelah berakhir masa sewa.

Kemudian, A segera membangun gedung yang diperlukannya. Tentu saja sebagai sebuah perusahaan, A ingin mendapat laba yang sesuai dengan investasi yang dilakukan. Untuk itu, A menyewakan gedung tersebut kepada perusahaan lain yang tertarik, misalkan perusahaan real estate B selama 20 tahun, dengan perjanjian bahwa biaya sewa akan dibayar B setiap tahun (atau

setiap bulan). Mengingat besarnya dana awal yang dibutuhkan, maka B kemudian menerbitkan sukuk ijarah di lantai bursa.

Dengan penerbitan sukuk ini, maka B memiliki modal yang cukup untuk mulai beroperasi dan membayar kewajiban biaya sewa kepada A setiap tahunnya. Sukuk yang diterbitkan B inilah yang disebut sebagai sukuk al-intifa'. Dikatakan al-intifa' (mengambil manfaat) karena sukuk tersebut (yang diterbitkan B) pada dasarnya bukanlah sukuk yang berbasis tanah, melainkan gedung.

Dalam konteks ini, gedung yang ada sesungguhnya merupakan biaya yang harus dibayarkan A kepada Nadzir, karena A telah memanfaatkan tanah wakaf yang dikelolanya. Sehingga ketika B menerbitkan sukuk, pada dasarnya yang dijadikan sebagai *underlying asset*-nya adalah dalam bentuk "manfaat". Jadi B mengambil manfaat dari apa yang dibayarkan A kepada Nadzir.

Pada konteks Indonesia, mekanisme sukuk al-intifa' ini bisa dimanfaatkan untuk banyak hal, seperti pembangunan pasar, rumah sakit, gedung perkantoran, dan lain-lain. Kita pun bisa mencari terobosan produk baru yang lebih sesuai untuk diterapkan. Harapannya, dampak terhadap masyarakat dapat dirasakan secara luas. Wallahu a'lam. ■

## Pasar Modal Syariah dan Krisis Keuangan Global



**Wisnu Wardhana**

Praktisi Keuangan Syariah dan Alumni Dep. Agribisnis IPB



**Dr Irfan Syauqi Beik**

Dosen IE – FEM IPB



**Rahmat Heru Setianto**

Dosen FEB – Universitas Airlangga dan Peneliti Tamu FEM IPB

**K**risis kredit perumahan yang terjadi di AS sejak 2006 akhirnya secara cepat menjelma menjadi krisis keuangan global. Ini adalah krisis paling mutakhir yang melemahkan sendi-sendi perekonomian seluruh dunia. Krisis ini telah mempengaruhi banyak sektor ekonomi terutama sektor perbankan dan pasar finansial. Kebangkrutan bank komersial maupun bank investasi ternama seperti Northern Rock dan Lehman Brother, serta perusahaan keuangan seperti Freddy Mac dan Fanny Mae, adalah bukti kedahsyatan krisis yang melanda AS ini. Lebih jauh lagi, sejak Juli 2007 sampai Mei 2009, krisis global ini juga telah mempengaruhi pasar keuangan di AS. Kejatuhan Indeks Dow Jones sebesar 18% dalam satu minggu, merupakan kejatuhan terbesar selama periode tersebut. Pasar modal negara maju lainnya, seperti indek Nikkei 225 dan FTSE 100, turun secara signifikan sebesar 24% dan 21% pada periode yang sama (Bloomberg Database, 2009).

Selain negara maju, pengaruh krisis keuangan global 2007 juga menyebar ke negara-negara berkembang termasuk Indonesia. Kapitalisasi pasar Jakarta Composite Index (JCI) atau Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) jatuh sebesar 54% pada 2008. Bahkan pasar modal Indonesia sempat menghentikan perdagangan setelah drop sebesar 10% dalam satu hari. Indeks harga pasar jatuh sebesar 10.38% ke posisi 1.451.669. Ini adalah posisi terendah sejak September 2006. Otoritas pasar modal Indonesia bahkan memutuskan untuk suspensi bursa mulai 8 Oktober 2009 hingga 10 Oktober 2009.

Lebih jauh lagi, pengaruh krisis tidak hanya dialami pasar modal konvensional, pasar modal syariah juga mengalami hal yang sama. Kapitalisasi pasar Jakarta Islamic Index (JII) jatuh sebesar 61% pada 2008, sedangkan indek harga pasar turun sebesar 22% selama periode yang sama. JII adalah indek yang terdiri dari saham perusahaan yang jenis usaha dan aktifitasnya sesuai dengan ketentuan saham-saham syariah yang ditetapkan oleh Dewan Syariah Nasional MUI. Beberapa saringan yang dipersyaratkan, seperti rasio leverage, pendapatan bunga, dan pendapatan dari aktivitas non-halal, memungkinkan JII memiliki performa yang berbeda karena cenderung lebih tersegmentasi dibandingkan dengan pasar modal konvensional.

Penelitian ini bertujuan untuk melihat hubungan jangka panjang antara pasar modal Indonesia dan pasar modal negara-negara maju sebelum dan pada masa krisis keuangan global 2007. Selanjutnya penelitian ini juga bertujuan untuk membandingkan daya tahan antara pasar modal konvensional dan syariah di Indonesia terhadap pengaruh krisis keuangan global 2007 (lihat artikel di bawah). Dalam penelitian ini, yang dimaksud dengan ketahanan adalah kecepatan sebuah pasar saham untuk bangkit (recovery) kembali setelah mengalami penurunan pada saat krisis terjadi.

**Tabel 1. Estimasi Jangka Panjang Pasar Modal Konvensional dan Syariah pada Periode Krisis (Dependent Variable: Indonesia)**

Regressors	Konvensional ARDL (2,0,2,0)		Syariah ARDL (1,0,2,0)	
	Coefficient	t-Ratio	Coefficient	t-Ratio
LnUS	-5.7846 **	-2.4898	-2.6552 **	-2.3604
LnJP	1.3811 ***	1.7078	-0.6163	-0.8216
LnUK	6.0976 **	2.5601	3.6261 *	3.7243
C	-3.8079	-1.5001	2.6356	1.0430

**Error Correction Model Pasar Modal Konvensional dan Syariah pada Periode Krisis (Dependent Variable: Indonesia)**

Regressors	Konvensional ARDL (2,0,2,0)		Syariah ARDL (1,0,2,0)	
	Coefficient	t-Ratio	Coefficient	t-Ratio
ΔLnID(-1)	-0.3255 *	-3.4276	—	—
ΔLnUS	-0.5552 *	-4.4189	-0.4465 **	-2.2501
ΔLnJP	0.6903 *	6.7493	0.7248 *	4.0535
ΔLnJP(-1)	0.3708 *	3.7348	0.3205 **	2.2722
ΔLnUK	0.5852 *	3.8042	0.6098 *	3.0256
ΔC	-0.3654	-1.3948	0.4432	1.0684
ECT(-1)	-0.0959 *	-2.6971	-0.1681 *	-3.5953

### Diagnostic Test

Adj-R2	0.5955	0.4170
F-Statistics	23.9885	14.5054
DW-statistics	1.9903	2.1509
Serial correlation	1.0085[0.315]	0.9853 [0.321]
Functional form	0.0773[0.781]	0.0034 [0.953]
Normality	14.4874 [0.001]	1.5311 [0.465]
Heteroscedasticity	0.0001[0.992]	0.3505 [0.554]

### Data dan Model Estimasi

Karena tujuan dari penelitian ini adalah untuk membandingkan efek krisis keuangan global tahun 2007 terhadap pasar konvensional dan syariah di Indonesia, maka penelitian mengajukan dua model hubungan antara pasar saham Indonesia, Amerika Serikat, Jepang dan Inggris. Model-model tersebut secara sederhana dapat dinyatakan sebagai berikut:

$$ID_t = \alpha_0 + \alpha_1 US_t + \alpha_2 JP_t + \alpha_3 UK_t + \varepsilon_t$$

$$IDI_t = \beta_0 + \beta_1 USI_t + \beta_2 JPI_t + \beta_3 UKI_t + \varepsilon_t$$

dimana  $\alpha_0$  is intercept,  $ID_t$ ,  $US_t$ ,  $JP_t$  and  $UK_t$  mengindikasikan indeks saham dari Indonesia, Amerika Serikat, Jepang dan Inggris. Sedangkan  $IDI_t$ ,  $USI_t$ ,  $JPI_t$  and  $UKI_t$  mengindikasikan indeks saham syariah dari Indonesia, Amerika Serikat, Jepang dan Inggris.

Penelitian ini menggunakan data harga penutupan saham mingguan mulai dari

September 2005-Mei 2009. Semua indeks ini terdenominasi berdasarkan mata uang lokal dan di unduh dari *Bloomberg Database*. Selanjutnya semua data tersebut ditransformasi ke dalam bentuk *natural logarithm*. Mengingat penelitian ini bertujuan untuk melihat dampak dari krisis keuangan global tahun 2007 terhadap pasar saham Indonesia, kita membagi periode analisis menjadi dua periode, yaitu periode sebelum krisis dan selama masa krisis.

Mengutip Dungey *et al.* (2008) yang menyebutkan titik awal dari krisis keuangan tahun 2007 adalah pada tanggal 26 Juli, 2007, studi ini menggunakan data dari 30 September 2005 sampai dengan 27 Juli 2007 sebagai periode pra-krisis dan 3 Agustus 2007 sampai 29 Mei 2009 sebagai periode selama krisis. Pengelompokan data ini diharapkan dapat memberikan jawaban apakah pasar saham syariah memiliki ketahanan lebih selama krisis keuangan global tahun 2007 dibandingkan dengan pasar saham konvensional.

Penelitian ini menggunakan *Autoregressive Distributed Lag (ARDL) Bound Testing Approach to Cointegration* untuk melihat hubungan jangka panjang antara pasar modal Indonesia dengan beberapa negara maju, *Error Correction Model (ECM)* yang merepresentasikan kecepatan model untuk kembali ke level ekuilibrium apabila terjadi ketidak stabilan atau *shock*, dan *Impulse Response Function (IRF)* untuk melihat respon yang timbul dari suatu variabel atas *shock* yang terjadi dari variabel lain.

### Hubungan Antar Pasar

Terkait dengan pasar modal konvensional, output ARDL pada Tabel 1 menunjukkan bahwa semua pasar modal negara maju memiliki pengaruh jangka panjang terhadap pasar modal Indonesia selama periode krisis. AS memiliki hubungan negatif, sementara Jepang dan UK memiliki hubungan yang positif. Menurut Ibrahim (2003) koefisien negatif menunjukkan bahwa antara kedua pasar tersebut terjadi saling kompetisi, sementara koefisien yang positif berarti diantara kedua pasar tersebut terjadi saling melengkapi secara alamiah.

Faktor finansial memiliki kontribusi terhadap hubungan harga pasar antara beberapa negara, pengaruh persepsi investor dimungkinkan lebih dominan dalam faktor finansial tersebut (Ibrahim, 2003). Investor akan memobilisasi dananya ke pasar yang menjanjikan tingkat pengembalian lebih tinggi. Sejalan dengan krisis 2007, investor menganggap AS sebagai suatu pasar, sedangkan Indonesia, Jepang dan Inggris sebagai pasar alternatif. Sehingga, dengan terjadinya krisis di AS, investor memindahkan dana investasinya ke negara-negara alternatif tersebut untuk menghindari kerugian yang lebih besar. Akibatnya, penurunan harga saham di AS akan menyebabkan perpindahan dana ke pasar saham Indonesia, Jepang, dan Inggris. Itulah mengapa hubungan antara saham Indonesia dan AS adalah negatif, sementara hubungan antara Indonesia-Jepang dan Indonesia-Inggris adalah positif.

Terkait dengan pasar modal syariah, output ARDL menunjukkan hanya AS dan Inggris yang memiliki pengaruh jangka panjang terhadap pasar modal Indonesia selama periode krisis. Pasar modal syariah AS memiliki hubungan negatif terhadap pasar modal syariah Indonesia. Kenaikan harga saham pada pasar modal syariah di AS akan membuat harga saham di pasar Indonesia mengalami penurunan, dan sebaliknya. Hal ini menunjukkan bahwa pasar saham syariah AS adalah kompetitor bagi pasar saham syariah Indonesia.

Sementara itu, pasar saham syariah Inggris memiliki hubungan positif dengan pasar modal Indonesia, sehingga kenaikan harga saham di pasar modal syariah Inggris akan juga diikuti oleh kenaikan harga saham di pasar modal syariah Indonesia. Ini menunjukkan bahwa Inggris adalah pasar kompetitor bagi Indonesia. Hasil tersebut adalah wajar mengingat indeks pasar modal syariah saat ini masih menjadi bagian dari *dual system* pasar modal. Wallahu a'lam. ■

## Bursa Syariah Lebih Tahan Krisis

**P**enelitian yang telah dilakukan juga berusaha membuktikan kemampuan *recovery* bursa ketika menghadapi krisis. Hasil estimasi *error correction model (ECM)* untuk pasar modal konvensional dan syariah dapat dilihat pada Tabel 2 di atas. *Error correction term (ECT)* adalah koefisien yang menunjukkan kecepatan variabel dalam melakukan penyesuaian terhadap kondisi ekuilibrium dalam model dinamik apabila terjadi *shock* (Marashdeh, 2005). Pada pasar konvensional, koefisien ECT (-0.0959) mengindikasikan bahwa deviasi dari ekuilibrium jangka panjang apabila terjadi *shock* akan terkoreksi sekitar 9.59% dalam satu periode (satu minggu). Sedangkan koefisien ECT (-0.1681) pada pasar syariah mengindikasikan bahwa deviasi dari ekuilibrium jangka panjang akibat adanya *shock* akan dikoreksi sebesar 16.81% dalam satu periode (satu minggu).

Hal menarik dari pembahasan output ECM ini adalah, koefisien ECT dapat digunakan sebagai indikator tingkat daya tahan pasar modal terhadap adanya krisis. Karena ECT mengukur tingkat kecepatan suatu model untuk kembali pada kondisi ekuilibrium apabila terjadi *shock*, hal ini merefleksikan kemampuan dari pasar untuk *recovery* dirinya sendiri setelah terjadi krisis. Dengan membandingkan koefisien ECT antara pasar modal konvensional dan syariah, penelitian ini menemukan bahwa pasar modal syariah

(-0.1681) memiliki koefisien yang lebih tinggi daripada konvensional (-0.0959). Hal ini menunjukkan bahwa pasar modal syariah memiliki kemampuan yang lebih baik untuk kembali ke keadaan normal setelah adanya krisis. Dengan kata lain, pasar modal syariah dapat *recovery* dirinya lebih cepat dalam menghadapi pengaruh krisis dibandingkan dengan pasar modal konvensional.

Berdasarkan gambar *impulse response function (IRF)*, ditemukan pula bahwa pasar modal konvensional dan syariah terpengaruh secara positif dan

signifikan oleh *shock* yang terjadi di pasar AS. Respon signifikan dapat dilihat kurang lebih selama 3 minggu untuk pasar modal konvensional dan hanya 2,5 minggu untuk pasar modal syariah. Ini menunjukkan bahwa masing-masing pasar memiliki respon yang cukup terhadap perubahan harga pasar di AS. Pasar modal syariah di sini terpengaruh dalam jangka waktu yang relatif lebih pendek daripada pasar konvensional.

Hal menarik lain yang bisa dianalisis adalah, meskipun pasar modal syariah juga terpengaruh terhadap perubahan

harga pasar di AS, tetapi efek dari krisis di AS lebih besar dirasakan oleh pasar modal konvensional. Pasar modal syariah terbukti memiliki kemampuan yang lebih baik untuk menyesuaikan diri terhadap perubahan dari gangguan krisis eksternal. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa pasar modal syariah relatif lebih memiliki ketahanan terhadap krisis, dibandingkan dengan pasar modal konvensional. Hasil ini bisa jadi disebabkan dari karakteristik dari pasar modal syariah itu sendiri, yaitu bebas dari *riba*, judi (*maysir*), spekulasi dan ketidakpastian

(*gharar*). Semua elemen tersebut dimungkinkan berkontribusi terhadap imunitas dari pasar modal syariah dalam menghadapi krisis keuangan global.

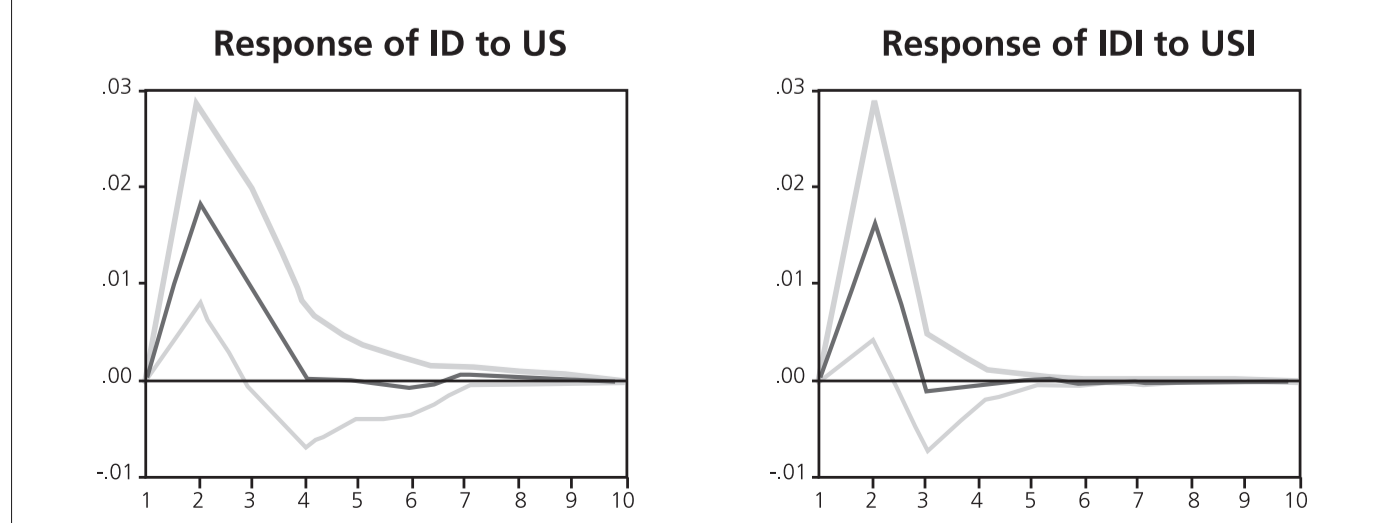
### Implikasi Kebijakan

Dari hasil temuan empirik di atas ada beberapa pelajaran penting yang bisa diambil. Pertama, fakta adanya hubungan jangka panjang antara pasar modal Indonesia dengan beberapa pasar modal negara lain, memiliki implikasi penting terhadap kebijakan stabilitas makro pada masing-masing pasar. Kebijakan yang dimaksud terkait dengan kebijakan moneter, fiskal, tingkat upah dan kebijakan nilai tukar yang disesuaikan dengan kondisi ketidakseimbangan di negara masing-masing. Terkait dengan krisis keuangan 2007, diperlukan kebijakan terkoordinasi antara masing-masing otoritas pasar modal untuk menanggulangi pengaruh dari krisis global.

Kedua, temuan bahwa pasar modal syariah memiliki ketahanan yang lebih besar dibandingkan dengan pasar modal konvensional, menunjukkan bahwa pasar modal syariah menawarkan media investasi yang lebih aman terhadap gejolak krisis.

Sehingga, otoritas pasar modal dan keuangan Indonesia diharapkan memberikan perhatian dan komitmennya dalam pengembangan pasar modal syariah sebagai alternatif investasi yang tidak kalah menguntungkan. Wallahu a'lam. ■

**Gambar 1 Impulse Response Function (IRF) Pasar Modal Konvensional (ID) dan Syariah (IDI) pada Periode Krisis**



## Meningkatkan Kesesuaian Syariah Sukuk



**Jhordy Kashoogie Nazar**

Alumni Durham University Inggris dan Peneliti Tamu FEM IPB

**P**ertumbuhan sukuk dunia saat ini sangatlah pesat. Hal ini berdasarkan data dari *Islamic Finance Information Services* ('IFIS') bahwa total penerbitan sukuk seluruh dunia pada kuartal 3 tahun 2010 telah mencapai USD 175,5 miliar. Walaupun pertumbuhan sukuk di dunia yang sangat pesat ini, dalam realitasnya kesesuaian produk yang ada dengan aspek syariah harus ditingkatkan. Hal ini berdasarkan fatwa yang dikeluarkan oleh Mufti Sheikh Taqi Usmani di tahun 2008 yang sangat mengejutkan industri keuangan syariah bahwa 85% sukuk yang diterbitkan seluruh dunia tidak memenuhi nilai-nilai syaria'ah.

Berdasarkan kritik Sheikh Taqi, paling tidak ada dua aspek yang sangat penting untuk diperhatikan oleh *stakeholders* industri keuangan syariah. Yaitu, hak kepemilikan aset (*asset ownership*) dan proteksi kapital (*capital guarantee*) dalam *purchase undertaking*. Oleh karena itu, artikel ini membahas kedua aspek utama tersebut dan melihat implikasinya bagi pengembangan sukuk di Indonesia agar Indonesia tetap menjaga auntsentitasnya sebagai negara yang menjaga keutuhan nilai-nilai syariah dalam memajukan keuangan syariah di dunia.

### Kepemilikan Aset

Dalam perspektif syariah, sukuk esensinya merupakan representasi hak kepemilikan aset sepenuhnya (*legal ownership*) yang ditransfer oleh penerbit sukuk (*issuer*) kepada pemegang sukuk melalui intermediasi yang dinamakan *Special Purpose Vehicle* ('SPV'). Oleh karena itu, pemegang sukuk mempunyai hak penuh (*milkiyyah kamilah*) atas nilai jual komersial atau keuntungan terhadap aset tersebut, dan jika terjadi kerugian tersebut. Hal ini berlandaskan *Shari'ah legal maxims* yang mengatakan bahwa *al-ghorm bi al-ghorm* (tiada keuntungan tanpa risiko) dan *al-kharaj bi al-dhman* (liabilitas yang menentukkan keuntungan).

Namun dalam realitas operasi sukuk, tidak ada perpindahan aset yang riil dari penerbit sukuk kepada pemegang sukuk. Perpindahan aset hanyalah sebagai formalitas dalam kontrak sukuk sebagaimana dicantumkan dalam *term sheet* sukuk. Ada 3 indikator yang membuktikan tidak adanya transfer kepemilikan aset dari issuer kepada pemegang sukuk, yaitu dilihat dari tipe aset, SPV dan referensi nilai *underlying asset*.

Pertama, tipe aset. Ada 2 tipe aset yang biasanya digunakan oleh issuer sebagai *underlying asset*, yaitu aset pemerintah, yang

biasanya untuk *sovereign sukuk*, dan aset swasta, yang biasanya untuk *corporate sukuk*. Aset pemerintah tidak bisa diperjualbelikan di pasar bebas sedangkan aset swasta bisa diperjualbelikan. Berdasarkan observasi Al-Jarhi dan Abozaid (2010), aset sukuk yang efektifnya tidak bisa diperjualbelikan, di klaim bisa diperjualbelikan pada kebanyakan kasus penerbitan *sovereign sukuk*. Observasi ini sungguh mempertanyakan keaslian transaksi penjualan aset pada penerbitan sukuk, terutama *sovereign sukuk*.

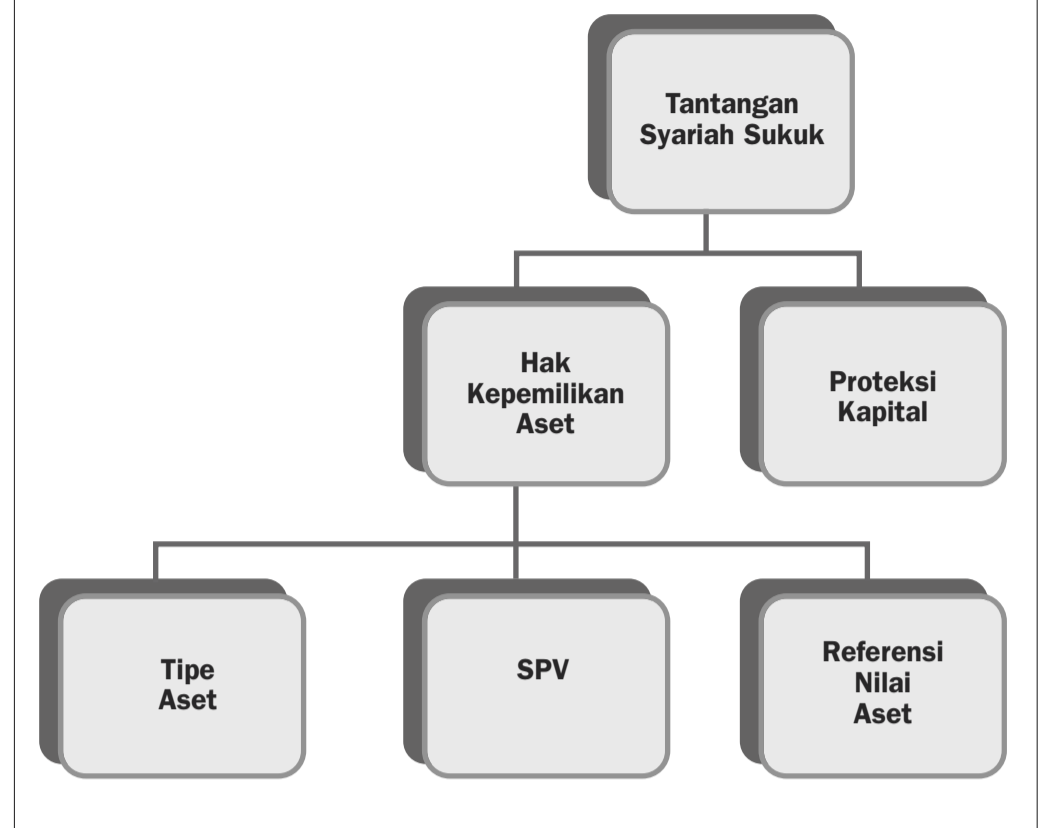
Kedua, soal SPV. Pada beberapa kasus penerbitan sukuk, independensi SPV sangat dipertanyakan, dikarenakan adanya perbedaan tipis antara penerbit sukuk dan SPV. Transaksi jual-beli *underlying asset* antara penerbit sukuk dan SPV adalah sebuah pretensi untuk memindahkan aset tersebut kepada pemegang sukuk. Independensi SPV sebagai agen (*wakeel*) pemegang sukuk sangatlah penting agar kontrak tersebut memenuhi nilai syariah.

Ketiga, terkait dengan referensi nilai *underlying asset*. Berdasarkan observasi yang juga dilakukan oleh Al-Jarhi and Abozaid (2010), nilai aset yang dijual dari hampir seluruh penerbitan sukuk tidak sesuai dengan harga pasar, melainkan lebih tinggi atau lebih rendah dari harga pasar, yang disesuaikan dengan jumlah dana yang diinginkan oleh penerbit sukuk. Jika penerbitan sukuk benar-benar adanya transaksi jual-beli kepemilikan aset, pada saat eksekusi penjualan aset, nilai aset (*book value*) harus sesuai dengan harga pasar. Oleh karena itu, observasi ini menunjukkan bahwa sukuk yang diterbitkan tidak didukung oleh aset riil melainkan hanyalah sebagai alat untuk meminjam uang seperti surat obligasi lainnya.

Ketiga indikator tersebut membuktikan bahwa kontrak jual-beli dan sewa pada kontrak sukuk adalah samaran, bukan kontrak yang berbasis aset riil dikarenakan tidak adanya perpindahan aset. Akibat dari tidak adanya perpindahan aset tersebut, menurut Dusuki dan Moktar (2010), pada saat terjadi *sukuk defaults*, pemegang sukuk hanya mendapatkan sisa jumlah jaminan yang dijanjikan oleh penerbit sukuk, dan jika ada surplus dari nilai aset, pemegang sukuk tidak mendapatkan surplus dari aset sukuk tersebut.

Di samping itu, pemegang sukuk merujuk kepada penerbit sukuk melainkan kepada aset untuk mengklaim hak finansial mereka. Hal ini bisa disaksikan pada kasus gagal bayar sukuk Kuwait Investment House dan sukuk Nakheel. Pemegang sukuk merasa ketidakpastian dengan hak kepemilikan aset sukuk sehingga mereka menuntut penerbit sukuk untuk memberikan sejumlah uang dan keuntungan seperti yang dijanjikan pada awal kontrak, bukan menuntut aset mereka

Gambar 1. Tantangan Kesyarahan Sukuk



yang bisa dicairkan sesuai dengan harga pasar pada saat itu. Oleh karena itu, transfer kepemilikan mutlak sangatlah penting dalam penerbitan sukuk karena inilah ciri khas yang membedakan sukuk dengan surat obligasi lainnya.

### Proteksi Kapital

Problem proteksi kapital ini muncul ke permukaan pada saat penerbit sukuk memberikan jaminan kepada pemegang sukuk pada awal kontrak. Idealnya, menurut standar syariah *Accounting and Auditing Organisations for Islamic Financial Institutions* ('AAOIFI'), jaminan bisa dieksekusi pada awal kontrak jikalau penjamin memiliki kapasitas yang independen atau netral terhadap penerbit sukuk dengan tujuan yang baik dalam memberikan jaminan kepada penerbit sukuk. Namun dalam realitasnya, penjamin sukuk adalah penerbit sukuk juga, sehingga tidak ada kapasitas independen pada penjamin sukuk.

Menurut Al-Amine (2008), ada 2 pandangan syariah yang berbeda terhadap proteksi kapital dalam struktur sukuk sekarang ini. Pandangan yang pertama, proteksi kapital pada sukuk *ijarah*, *musyarakah*, dan *mudharabah* adalah *riba*. Terlebih lagi, seluruh mazhab syariah melarang proteksi kapital yang mana bertolak belakang dari esensi kontrak *mudharabah*, dan bahkan kontrak *ijarah*. Pandangan yang kedua, proteksi kapital dalam sukuk *ijarah* tidak ada masalah selama penjamin mempunyai kapasitas hukum dan finansial yang independen. Hal ini berdasarkan prinsip syariah "semua diperbolehkan kecuali ada pelanggaran yang jelas", dan tidak ada pelanggaran untuk jaminan dari pihak ketiga.

Tetapi, pandangan yang kedua masih menentang jaminan samaran dalam struktur sukuk secara transaksi tersebut mengandung *riba al-dayn* karena pada akhir kontrak, sukuk ditebus dengan jumlah rental payment yang tersisa berupa jaminan, bukan berdasarkan nilai aset pada akhir kontrak. Hal ini mengindikasikan bahwa adanya 100% proteksi kapital atau jaminan terhadap pemegang sukuk melalui jaminan samaran di dalam kontrak sukuk. Terlebih lagi,

pemegang sukuk mendapatkan distribusi keuntungan yang dikalkulasikan berdasarkan suku bunga, bukan terhadap nilai pasar *underlying asset* sukuk. Oleh karena itu, kedua pandangan tersebut pada dasarnya setuju bahwa proteksi kapital tersebut dapat menghasilkan *riba*, khusus nya *riba al-dayn* yang mana membuat kontrak tersebut *void* dalam pandangan syariah.

### Implikasi bagi Indonesia

Pemerintah dan bank syariah harus berhati-hati dalam menerbitkan sukuk ritel, jangan sampai struktur dan tujuan kontraknya sama dengan surat obligasi konvensional. Dalam menstruktur sukuk ritel, sukuk harus ditopang dengan pengembangan sektor riil karena hak kepemilikan aset sangatlah penting untuk penerbitan sukuk yang memenuhi persyaratan syariah. Oleh karena itu, identifikasi proyek atau aset yang produktif, dan *due diligence* sangat diperlukan yang disesuaikan dengan tujuan dari pendanaan sukuk tersebut.

Sebagai contoh, jika tujuan dari pendanaan sukuk adalah untuk konstruksi bangunan, maka identifikasi lokasi dan prospek dari konstruksi bangunan tersebut diperlukan, sehingga *full legal ownership* bisa ditransfer kepada pemegang sukuk dengan menggunakan sukuk *istisna'* atau *ijarah*. Konsekuensinya, pada awal kontrak pemegang sukuk tertarik dengan proyek atau aset untuk membeli sukuk tersebut, bukan tertarik dengan penerbit sukuk yang dinilai kelayakan kreditnya sehingga tidak ada proteksi kapital dari penerbit sukuk kepada pemegang sukuk, dan sukuk bisa dicairkan sesuai dengan nilai proyek atau aset jika terjadi *sukuk defaults*.

Disamping itu, sukuk disarankan untuk mempunyai nilai keuntungan berdasarkan *cash flow* dari proyek atau aset sukuk. Tentu saja ini membutuhkan diskusi lebih dalam diantara regulator, DSN MUI dan pelaku pasar. Jikalau sukuk yang distrukturisasi ini benar-benar menggunakan *underlying asset* produktif yang ditopang dengan pengembangan sektor riil di Indonesia, tentunya akan sangat bermanfaat bagi pertumbuhan ekonomi Indonesia. Wallahu a'lam. ■

## RESENSI



**Hilman Hakiem**

Ketua Prodi Ekonomi Islam FAI-UIKA Bogor dan Peneliti Tamu FEM IPB

## Pasar Modal Syariah Malaysia

**P**erkembangan pasar modal dunia telah menarik perhatian para peneliti dalam beberapa dekade terakhir.

Salah satu fokus utama dari globalisasi pasar modal terletak pada aspek *international equity flows* atau arus modal asing yang masuk, baik dalam bentuk *Foreign Direct Investment* (FDI) maupun *Foreign Portfolio Investment* (FPI). Artikel yang berjudul *Towards an Islamic International Financial Hub: The Role of Islamic Capital Market in Malaysia* yang ditulis oleh Rosylin Mohd. Yusof dan M. Shabri Abd. Majid dan telah dipublikasikan dalam *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management* Vol. 1 No. 4, 2008 ini mencoba mengevaluasi hubungan dinamis antara bursa syariah dan bursa konvensional dalam konteks *foreign portfolio investments* (FPI), yaitu investasi asing yang masuk di bursa, dengan tujuan untuk mendapatkan keuntungan melalui bunga, deviden, imbal hasil, maupun *capital gain*.

### Islamic Capital Market (ICM)

Pada awalnya, The Malaysian Stock Exchange dirintis pada bulan Maret 1960. Sedangkan aktivitas perdagangan saham dimulai pada bulan Mei 1960 di *clearing house* Bank Negara Malaysia. The *Capital Issues Committee* (CIC) kemudian dibentuk pada tahun 1968 untuk supervisi penerbitan saham dan sekuritas lainnya. Namun

demikian, sebagai akibat persoalan regional, pada tahun 1973, *Malaysian Stock Exchange* ini kemudian dibagi menjadi dua, yaitu Kuala Lumpur Stock Exchange (KLSE) dan Stock Exchange of Singapore (SES).

Pada tahun 1992, *Islamic Capital Market* (ICM) atau pasar modal syariah diperkenalkan dalam perekonomian Malaysia. Kehadiran ICM direfleksikan dengan munculnya *Islamic index*, reksadana syariah, dan lain-lain. Ciri utama ICM adalah segala aktifitasnya berdasarkan pada prinsip syariah. Tepatnya, ICM merepresentasikan sebuah tuntutan dari hukum Islam di dalam transaksi pasar modal di mana pasar harus bebas dari hal-hal yang dilarang oleh ajaran Islam, seperti *riba*, *maisir* (judi atau spekulasi) dan *gharar* (menipu).

Saat ini terdapat tiga indeks syariah di bursa Malaysia, yaitu : *the RHB Islamic Index* (RHBI) yang diperkenalkan pada tahun 1992, *the KLSE Shari'ah Index* (KLSI) yang diluncurkan pada tahun 1999, yang kemudian menjadi indeks yang paling sering dikutip, dan *the FTSE-Bursa Malaysia* (FBM) *Emas Shari'ah Index* yang dirilis pada bulan Januari 2007. Mengikuti kesuksesan indeks-indeks syariah tersebut, Bursa Malaysia kemudian meluncurkan *the FBM Hijrah Shari'ah Index* (semacam indeks *tradeable* syariah), sebagai respons untuk memenuhi permintaan para investor lokal dan asing yang semakin meningkat. Dengan hadirnya indeks *tradeable* syariah

yang pertama di negara jiran tersebut, maka daya tarik ICM Malaysia bagi investor lokal dan internasional semakin kuat. Dengan desain yang menggunakan standar indeksasi FTSE global, *the FBM Hijrah Shari'ah Index* diharapkan dapat menjadi *benchmark* yang diakui secara internasional sehingga dapat meningkatkan daya saing bursa syariah Malaysia.

Dalam dua dekade terakhir, pasar keuangan syariah Malaysia telah berhasil membuat beragam momentum yang signifikan dalam menarik arus modal dari para investor internasional muslim dan non-muslim. Sehingga, Malaysia dikenal sebagai ujung tombak dari berkembangnya perbankan dan keuangan syariah di wilayah ASEAN. Sebagai contoh, hingga Juli 2010, Malaysia tercatat sebagai negara dengan penerbitan volume sukuk terbesar, yaitu mencapai angka 49,8% dari keseluruhan penerbitan sukuk dunia.

### Pengaruh terhadap FPI

Artikel Yusof dan Majid (2008) ini mencoba untuk menginvestigasi hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara *foreign portfolio investments* (FPI) dengan pasar barang, pasar uang, serta pasar modal di Malaysia pada periode 1999 hingga 2006. Tujuannya adalah untuk mengidentifikasi signifikansi dari seluruh pasar tersebut dalam menarik FPI. Juga dibuat perbandingan antara pasar modal konvensional dan syariah dalam

menarik FPI selama periode analisis.

Hasil studi menunjukkan bahwa perubahan dalam FPI tidak seutuhnya dapat dijelaskan oleh sektor riil atau fundamental dalam perekonomian. Di antara ketiga pasar tersebut, pasar modal terlihat sebagai pasar yang paling signifikan untuk menarik FPI. Sebuah penjelasan yang dimungkinkan untuk menerangkan hal ini, serupa dengan apa yang terjadi di negara lain seperti Korea dan Thailand, adalah dikarenakan penerbitan surat-surat berharga di Malaysia lebih didominasi oleh perusahaan-perusahaan swasta. Selain itu, para investor internasional pun juga terlihat sangat tertarik pada produk keuangan syariah yang ditawarkan oleh ICM Malaysia.

Temuan lain menunjukkan bahwa FPI dipengaruhi oleh pasar modal konvensional dan syariah. Sehingga, untuk dapat menarik arus FPI yang lebih besar dan dapat berkompetisi dengan pasar negara lain, terutama yang berada di kawasan ASEAN, maka para pembuat kebijakan di Malaysia harus meningkatkan kinerja perekonomian domestik secara kontinyu, termasuk meningkatkan kinerja birokrasi dan kelembagaan pemerintah.

Satu hal yang patut kita contoh adalah, ketika Malaysia mengetahui akan besarnya potensi keuangan syariah dunia, maka pemerintahnya bekerja secara serius dalam mempromosikan pasar keuangan syariahnya, dan menjadikannya sebagai bagian penting dari kebijakan ekonomi nasional. Wallahu a'lam. ■

## Ketika Si Jenius Gagal: Potret Volatilitas Pasar Modal



**Hendri Tanjung**

Dosen Pascasarjana  
UIKA Bogor dan Peneliti  
Tamu FEM IPB

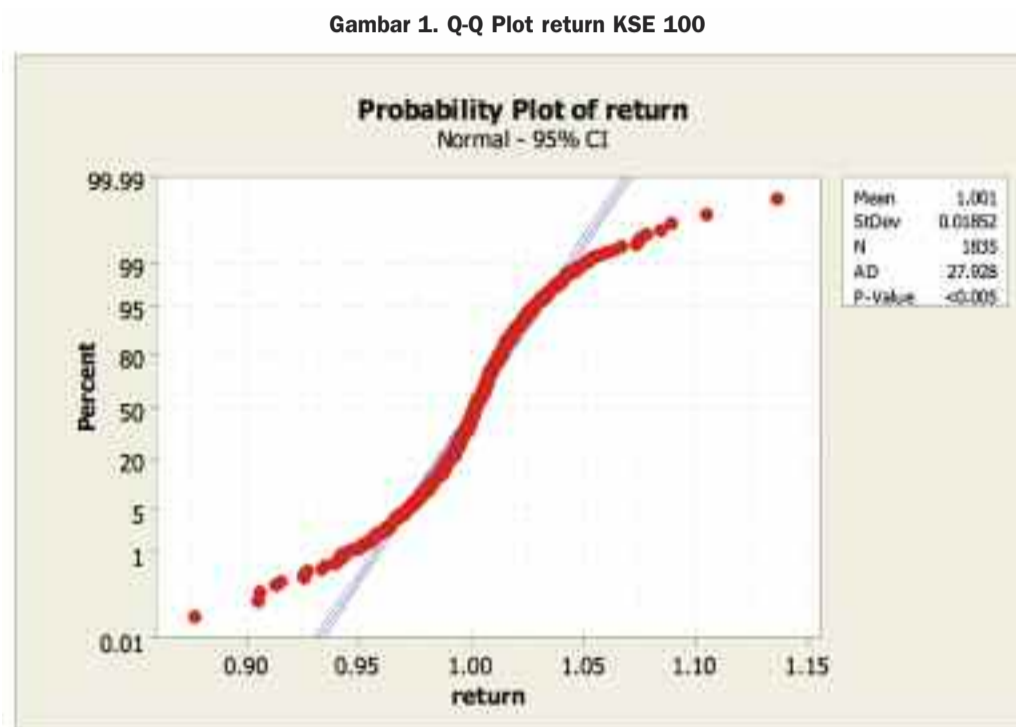
Ada sebuah buku berjudul "When Genius failed" yang ditulis oleh Roger Lowenstein yang bercerita tentang dua orang pemenang hadiah noble. Satu diantara mereka adalah pemenang Noble karena kontribusinya dalam bidang *financial econometrics*. Mereka berdua bermitra dengan perusahaan *hedge fund* yang memiliki nama 'Long Term Capital Management' (LTCM). Semua orang berlomba-lomba menginvestasikan uangnya lewat LTCM karena mitranya adalah pemenang hadiah noble. Mereka percaya, perusahaan ini tidak akan kolaps. Bagaimana mungkin perusahaan LTCM ini kolaps sementara mitranya adalah jawara di bidang tersebut? Begitulah pikiran para investor saat itu.

LTCM menggunakan perhitungan yang sangat canggih dengan mengasumsikan bahwa return yang diperoleh memiliki sebaran normal. Dengan perhitungan ini, maka investor dapat menghitung peluang untuk mendapatkan keuntungan tertentu. Selama 4 tahun, performance LTCM sangat baik dengan margin yang tinggi. Semua investor terpana. Namun, suatu hari, setelah 4 tahun menyilaukan Wall Street sebagai raksasa pencetak uang 100 milyar dollar AS, semuanya berakhir.

Terkait dengan ini, maka pada awal September 1998, Meriwether pemimpin LTCM menulis surat untuk memberitahu investor tentang kerugian yang sangat dahsyat yang dideritanya. Isi suratnya lebih kurang sebagai berikut: "Sebagaimana Anda semua menyadari bahwa peristiwa di sekeliling kehancuran Rusia menyebabkan kenaikan volatilitas yang besar dan dramatis di pasar global pada bulan Agustus. Celemakanya, portofolio Long-Term Capital juga mengalami penurunan yang tajam dalam nilai asset bersihnya...turun 44 persen dalam bulan Agustus dan 52 persen dari awal tahun sampai sekarang. Kerugian dalam jumlah yang sangat besar ini adalah goncangan untuk kita semua, khususnya dalam sejarah volatilitas dana".

Karena LTCM mengelola uang yang sangat besar, maka ketika mereka kolaps, pasar modal juga kolaps. Untuk menghindari keruntuhan seluruh aspek ekonomi, karena hancurnya pasar modal, Federal Reserve Amerika terpaksa turun tangan membantu dengan cara memompa uangnya ke LTCM.

Pertanyaan yang tentunya muncul adalah, kenapa dua orang jenius ini gagal? Apakah betul asumsi mereka bahwa return (keun-



tungan) pasar modal mengikuti sebaran normal? Untuk itu, dalam tulisan berikutnya akan dilihat apakah return di pasar saham itu normal atau tidak, dengan mengambil kasus Karachi Stock Market.

### Apakah return Stock market menyebar normal?

Banyak yang mengatakan bahwa return dari pasar saham itu menyebar dengan sebaran normal, meskipun dalam kenyataannya tidak demikian. Data yang dianalisis dalam tulisan ini adalah *closing price* dari data harian KSE 100 index. KSE 100 index adalah data 100 perusahaan yang listing di Karachi Stock Exchange, yang menjual sahamnya di pasar saham. Data yang diambil adalah dari tanggal 2 Juli 1997 sampai 18 Februari 2005 (1.835 data).

Pada tanggal 18 Februari 2005, uang yang dibutuhkan untuk membeli saham ini adalah Rs 7594.08 (opening price). Setiap menit harga tersebut berubah. Harga awal (opening price) hari itu adalah 7594.08. Harga maksimum adalah 7769.57 dan harga minimum adalah 7560.31. Harga akhir pada hari itu adalah 7734.03 (closing price).

Dari tanggal 17 ke 18 februari, ada keuntungan 2 persen. Angka 2 persen ini diperoleh dengan membagi *closing price* pada tanggal 18 februari yang nilainya Rs 7734.03

dengan *closing price* tanggal 17 februari yang nilainya 7579.98. Hasilnya adalah 102.0 persen. Artinya, terjadi kenaikan 2 persen dalam satu hari, dan itu keuntungan. Jika kita punya saham pada tanggal 17 februari dan kemudian menjualnya satu hari kemudian, maka kita akan untung 2 persen.

Pada waktu yang lain, terdapat kerugian 1 persen dari tanggal 3 ke 4 februari. Angka 1 persen diperoleh dengan membagi *closing price* pada tanggal 4 februari yang nilainya Rs 6968.46 dengan *closing price* tanggal 3 februari yang nilainya 7014.71. Hasilnya adalah 99.3 persen. Artinya, terdapat penurunan 1 persen nilai saham dalam satu hari dan itu dihitung sebagai kerugian. Q-Q Plot return KSE 100 dapat dilihat pada Gambar 1.

Q-Q Plot pada gambar 1 sebenarnya adalah perbandingan antara teori dan kenyataan. Dengan kata lain, Q-Q Plot adalah plot percentile aktual dengan teoretikal. Dari gambar 1 dapat dilihat bahwa sebaran data return dari KSE100 ini tidak normal. Di bagian tengah dari gambar 1, sebarannya terlihat seperti normal. Tetapi di bagian akhir dari gambar 1, sebaran return dari KSE100 ini terlihat tidak normal. Artinya, inilah yang membuat jatuhnya LTCM.

Berapa peluang terjadinya 10% kolaps dalam satu hari? Jika sebaran return dari KSE 100 menyebar normal, maka peluang-

nya adalah satu dalam satu juta, atau hampir tidak mungkin. Namun dalam kenyataannya, peluang terjadinya adalah 15 dalam 10.000 seperti yang dianalisa disini.

Memang kita tidak bisa melihat kejatuhan pasar saham dalam waktu dekat. Kalau kita mengamati pasar saham dalam waktu yang pendek, kita akan mengatakan kejatuhan itu tidak akan terjadi. Namun kenyataannya, kejatuhan itu terjadi 1 kali yang dalam 1000 hari. Secara statistik dikatakan bahwa 5 sigma pun bahkan terjadi.

Jika data menyebar normal seperti yang LTCM asumsikan, maka 5 sigma hanya terjadi satu kali dalam satu juta, atau hampir tidak mungkin. Namun, faktanya adalah data tidak menyebar normal. 5 sigma terjadi satu kali dalam 1000. Karena data yang dianalisa adalah data harian, maka 1000 hari kerja bukanlah masa yang sangat lama, tetapi hanya 4 tahun. Dan memang tepat setelah 4 tahun, LTCM kolaps. Inilah kenyataannya, bahwa keuntungan yang sangat besar atau kerugian yang sangat besar dapat terjadi melebihi apa yang teori katakan.

Dari gambar 1, secara teori dapat dikatakan bahwa lebih dari 10% keuntungan tidak dapat diperoleh. Tetapi dalam pengamatan di lapangan, peluang kumulatif dari 10% keuntungan adalah 99.9% yang berarti bahwa peluang terjadinya keuntungan lebih dari 10% adalah 0.1%, yang setara dengan satu kali dalam 1000. Jadi, teori dan data di lapangan menunjukkan perbedaan yang sangat kontras. Menurut teori, tidak akan pernah terjadi, tapi menurut fakta, terjadi.

Inilah kenyataan sebenarnya dari pasar saham yang sangat-sangat acak, melebihi dari apa yang teori prediksikan. Keuntungan atau kerugian yang sangat tinggi dapat terjadi dengan peluang yang lebih besar dari apa yang dikatakan oleh teori. Sewaktu-waktu *booming* di pasar saham dapat terjadi, sama halnya dengan kolaps di pasar saham yang dapat terjadi sewaktu waktu.

Oleh karena itulah maka jual beli saham di pasar sekunder sangat beresiko. Motivasi orang berinvestasi di pasar saham adalah mengharapkan keuntungan sebesar-besarnya dari fluktuasi harga yang terjadi. Padahal fluktuasi harga di pasar saham sangat besar, bahkan 5 standar deviasi terjadi. Investor akan mendapat keuntungan yang sangat besar dalam satu waktu, dan akan kehilangan hampir semua uangnya pada waktu yang lain. Ini terjadi akibat nafsu memburu *riba* melalui mekanisme yang sarat dengan *gharar* (ketidakpastian) dan *maysir* (spekulasi/perjudian). Wallahu a'lam. ■

## BUKAN TAFSIR

### Berbagi Risiko



**Dr Iman Sugema**

Dosen IE FEM IPB



**M Iqbal Irfany**

Dosen IE-FEM IPB

Satu hal yang sering mengganggu pikiran kita yaitu masih berkembangnya pendapat yang menyatakan bahwa pendapatan dari bagi hasil di perbankan syariah adalah tidak pasti. Kalau anda menyimpan dana di sebuah bank syariah melalui skema deposito IB, jumlah pendapatan bersih dari dana tersebut baru bisa diketahui setelah perhitungan yang dilakukan setiap bulan. Kalau kontrak deposito itu dimulai tanggal 15, maka setiap tanggal 15 di bulan berikutnya baru anda mengetahui berapa pendapatan bagi hasil tersebut. Perhitungan bulanan tersebut dilakukan setiap bulan sampai akhir masa kontrak.

Karena yang ditetapkan di kontrak adalah nisbah bagi hasil maka pendapatan yang anda terima sangat tergantung dari fluktuasi pendapatan bank. Kalau pendapatan bank adalah satu rupiah untuk setiap seratus rupiah dana yang dikelola dan nisbah bagi hasilnya adalah satu banding dua maka pendapatan yang anda terima adalah setengah rupiah per bulan. Pendapatan bank setiap bulannya tentu akan bervariasi sesuai dengan situasi bisnis para debiturnya.

Bandingkan dengan kenyamanan (semu) yang ditawarkan oleh bank konvensional. Anda pasti sudah bisa menghitung kira-kira berapa persen pendapatan per bulan dari setiap dana yang simpan. Anda tinggal menghitung berapa persen bunga dikalikan dengan pokok tabungan. Anda tidak harus tahu berapa pendapatan bank. Kalau suku bunganya terlampau rendah, anda tinggal pindah bank.

Persepsi yang salah ini kemudian membuat sebagian orang berpendapat bahwa pendapatan bagi hasil harus diperhitungkan ketidakpastian pendapatan. Ketidakpastian adalah berarti risiko dan setiap risiko harus dikenakan *risk premium*.

Artinya, anda hanya mau menyimpan di bank syariah kalau pendapatan yang diberikan lebih tinggi dibanding bank konvensional. Seolah-olah bank syariah lebih berisiko dibanding bank konvensional.

Dalam logika awam, persepsi semacam ini kelihatannya benar seratus persen. Tapi kalau kita pakai logika ilmu ekonomi, pasti persepsi ini seratus lima puluh persen salah. Apa pasalnya?

Pertama, adalah salah kalau mempersepsikan bahwa pendapatan bunga yang anda peroleh dari bank konvensional adalah sepenuhnya pasti. Sudah menjadi pengetahuan umum bahwa suku bunga dapat berubah setiap saat sesuai dengan perkembangan situasi moneter. Bila situasi likuiditas cenderung ketat, maka suku bunga akan naik. Sebaliknya, suku bunga cenderung turun bila likuiditas melonggar. Anda hanya bisa menebak dari awal kira-kira berapa pendapatan bunga yang akan diperoleh. Walaupun yang ditawarkan bank adalah *fixed rate* pada kenyataannya suku bunga yang anda anggap tetap itu cenderung berubah-ubah. Hal tersebut bisa anda ketahui jika anda perhatikan statistik suku bunga dari waktu ke waktu. Coba anda perhatikan pendapatan bunga selama beberapa bulan terakhir yang tertera di buku tabungan atau di sertifikat deposito. Pasti ada perubahan bukan?

Kedua, adalah salah kalau anda mempersepsikan bahwa pendapatan bagi hasil yang diperoleh dari bank syariah memiliki ketidakpastian yang lebih besar dibanding pendapatan bunga yang disediakan bank konvensional. Persepsi ini timbul karena bank syariah tidak pernah memberikan janji bahwa pendapatan yang akan anda terima adalah pasti sekian persen dari uang yang anda simpan. Pada kenyataannya, fluktuasi pendapatan bagi hasil

dengan pendapatan bunga relatif sama. Anda bisa membuktikannya sendiri. Caranya? Coba anda tabungkan uang dalam jumlah yang sama di bank konvensional dan di bank syariah selama setahun. Pendapatan dari keduanya hampir bisa dipastikan sangat mirip. Mengapa?

Jawabannya ada di dalam simulasi teoritis yang pernah kami kembangkan. Kalau anda memiliki uang yang diinvestasikan dalam usaha bagi hasil bersama teman anda, hampir bisa dipastikan bahwa pendapatan bagi hasil yang anda terima akan berfluktuasi sesuai dengan fluktuasi perkembangan usaha. Bahkan, modal bisa hilang jika usaha patungan tersebut mengalami kegagalan. Berbagi hasil berarti juga berbagi risiko atau *risk sharing*.

Tapi mengapa pendapatan dari bank syariah bisa lebih stabil atau setidaknya sama stabilnya (atau sama fluktuasinya) dengan pendapatan bunga? Apakah karena bank pengelola bank syariah begitu canggihnya mengelola keuangan? Simulasi teoritis bisa menjelaskan hal ini, tapi tentunya yang akan diterangkan di sini hanyalah logika dasarnya saja.

Baik bank konvensional maupun bank syariah memiliki kesamaan yang sangat fundamental yaitu mengumpulkan dana dari masyarakat dalam jumlah yang jauh lebih besar dibanding dana deposan individual. Jumlahnya mungkin ribuan atau bahkan jutaan kali dari uang yang anda tabungkan. Dengan kata lain, bank memiliki nasabah ribuan atau jutaan orang sehingga dana yang terkumpul menjadi sangat besar. Dengan jumlah dana yang besar itu, sangat memungkinkan bagi bank untuk membentuk portofolio kredit yang aman dan stabil yaitu dengan menyalurkan kredit dan pembiayaan kepada ribuan debitur. Salah satu karakteristik bank yang mengalami kebangkrutan

adalah bank yang menyalurkan dana hanya pada segelintir debitur saja atau tidak melakukan penyebaran risiko. Bank-bank yang demikian itu tidak memiliki manajemen risiko yang baik.

Kalau kita asumsikan manajemen risiko di bank syariah dan bank konvensional adalah sama baiknya maka hampir bisa dipastikan pendapatan keduanya adalah mirip. Risiko gagal bayar dari satu nasabah akan ditutupi dengan membaiknya pembayaran dari nasabah yang lain. Itulah yang dinamakan dengan *risk pooling* atau penghimpunan risiko. Hal ini tidak akan terjadi kalau anda berbagi hasil secara individual dengan debitur tunggal. Anda tidak memiliki uang yang cukup besar untuk menyebar modal kepada ribuan debitur. Intinya, karena bank memiliki dana yang sangat besar menjadi sangat mungkin untuk membuat portofolio yang seaman mungkin.

Tingkat risiko kredit yang dihadapi bank biasanya tercermin dalam statistik *non-performing loan* (NPL) untuk bank konvensional dan *non-performing financing* (NPF) untuk bank syariah. Data menunjukkan bahwa NPL dan NPF memiliki trend yang sama. Kualitas manajemen risiko di kedua jenis bank tersebut bisa dikatakan sama baiknya.

Kalau risiko yang dihadapi oleh kedua jenis bank adalah sama, kenapa bank syariah tidak pernah mau memberikan janji bahwa pendapatan yang anda terima adalah sekian persen? Memberi janji seperti itu tentunya tentunya sama saja dengan mengadopsi sistem bunga yang seharusnya dihindari. Yang penting adalah kita mengetahui bahwa sesungguhnya pendapatan dari bagi hasil adalah stabil tanpa harus diberi janji kepastian. Lagian kepastian itu hanya dimiliki oleh Allah. ■