

Analisis Kesesuaian Instrumen Hedge Konvensional terhadap Prinsip Syariah

Cipto Sembodo

Dosen Fakultas Hukum dan Ekonomi Islam
Universitas Cokroaminto Yogyakarta

sembodo_2000@yahoo.com

Abstract: *International finance is one of the areas that starts to attract attention of Islamic financial experts. In a more globalized market, Islamic banks need to be more exposed into international market in order to facilitate export-import transactions. Consequently, the Islamic banks are dealing with exchange rate risk higher than earlier. In the conventional counterpart, the risk can be minimized through hedging instruments; thus, gaining a higher level of operational efficiency. In an absence of such instruments, this paper offers possible mechanisms that could be beneficial for further development of so-called “Islamic hedge-mechanism”. One of the offers is how mudharabah or musharakah contract can be used to construct an Islamically acceptable hedge instruments.*

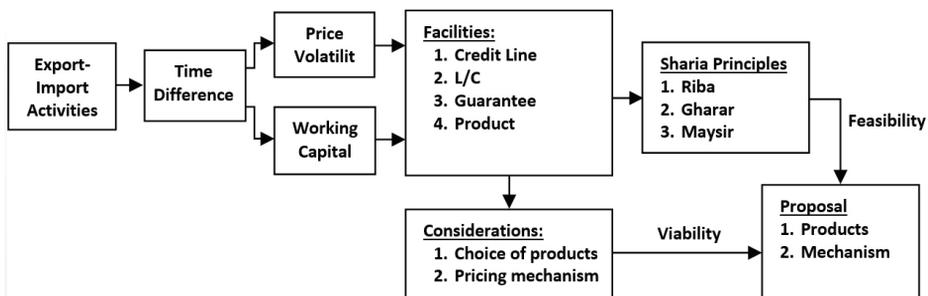
Keywords: *Hedge, Finance Syariah, Investation, dan Tabarru.*

Pendahuluan

Sejalan dengan upaya untuk memposisikan industri perbankan syariah sebagai fasilitator kegiatan transaksi keuangan yang komprehensif, termasuk fasilitator kegiatan perdagangan internasional (*trade finance*), instrumen lindung nilai atau skema dan mekanisme yang dapat meminimalkan pengaruh negatif dari fluktuasi indikator keuangan menjadi sangat penting. Dibandingkan dengan industri perbankan konvensional, perbankan syariah masih belum dapat menggunakan instrumen lindung nilai yang ada seperti *forward*, *future*, *options*, dan *swap*.

Posisi perbankan syariah tersebut tidak dapat dilepaskan dari kerangka pemikiran syariah, instrumen-instrumen tersebut diindikasikan mengandung unsur *gharar* (ketidaktepatan informasi dalam kontrak), *riba* (transaksi berbasis bunga), dan *maysir* (transaksi spekulatif) yang tidak diperkenankan dalam prinsip syariah. Oleh karena itu secara praktis, perbankan syariah belum dapat mengimplementasikan manajemen risiko yang efisien khususnya yang terkait dengan fluktuasi nilai tukar. Hal ini mendorong upaya untuk mencari solusi yang dapat digunakan untuk mengisi kekosongan di dalam pengelolaan risiko nilai tukar bagi bank syariah. Adapun yang menjadi permasalahan utama dalam instrumen hedge yang ada adalah tidak diperkenankannya: 1) penetapan harga premium dengan basis bunga, 2) penetapan nilai jual valuta saat ini untuk penyerahan dimasa yang akan datang, dan 3) jual beli instrumen berbasis hutang.

Gambar 1.1
Kerangka Analisis



Berdasarkan paparan di atas, maka kerangka analisis dalam kajian ini menitikberatkan pada pembiayaan dalam kerangka perdagangan luar negeri sebagai objek hedge. Hal ini dikarenakan risiko nilai tukar yang dihadapi oleh perbankan syariah berasal dari mismatch nilai tukar antara domestic currency sebagai modal kerja bank (*working capital*) dan volatilitas harga foreign currency dalam pembiayaan yang dilakukan sebagai akibat adanya perbedaan waktu eksekusi dana dan pengembalian dana oleh debitur kepada bank syariah. Adapun pembiayaan bank syariah yang memiliki eksposur nilai tukar antara lain *credit line*, *L/C*, dan *guarantee*. Selanjutnya beberapa area produk yang dibahas dalam paper meliputi *forward*, *future*, *options*, dan *swap* sebagai instrumen hedge yang akan dilakukan filterisasi terhadap prinsip syariah (*riba*, *gharar*, dan *maysir*) sehingga didapatkan kelemahan dari aspek syariah untuk instrumen yang ada.

Kelemahan tersebut dieliminir sehingga dapat dikembangkan menjadi produk ataupun mekanisme hedge yang memenuhi kelayakan (*feasibility*) dari sisi syariah. Sementara itu, selain dari sisi *feasibility* juga perlu ditinjau dari sisi keterpakaian (*viability*) terhadap produk (*forward*, *future*, *options*, dan *swap*) dan mekanisme pricing yang ada terhadap produk ataupun mekanisme hedge yang *feasible*. Hasil akhir dari kajian ini adalah rekomendasi produk ataupun mekanisme hedge bagi perbankan syariah.

Untuk mendukung kerangka analisis di atas, maka penelitian dilakukan melalui studi literatur dan analisa deskriptif melalui proses komparasi dalam area struktur transaksi, metodologi pricing, dan aplikasi antara instrumen *forward*, *future*, *options*, dan *swap* dengan prinsip transaksi keuangan syariah. Selanjutnya, sistematika penulisan jurnal dilakukan sebagai berikut: Bagian 1 memaparkan latar belakang masalah dalam hal pemenuhan kebutuhan instrumen hedge bagi perbankan syariah. Bagian 2 membahas definisi dan konsep hedge dalam konsep keuangan terkini. Bagian 3 membahas mengenai konsep hedge dalam perspektif syariah serta kemungkinan penerapannya dalam transaksi keuangan syariah. Bagian 4 menyimpulkan hasil penelitian dan memberikan rekomendasi bagi upaya penerapannya.

Konsep dan Instrumen Hedge dalam Sistem Keuangan Konvensional

1. Konsep Dasar Hedge

Merton et.al. (1998) mendefinisikan hedge sebagai upaya untuk meminimalkan dan atau menetralkan risiko yang dapat terjadi dalam suatu transaksi keuangan. Lebih khusus dalam bentuk transaksi forex, Shapira (1995) mendefinisikan hedge sebagai bagian dari upaya minimalisasi risiko dari suatu ekposur forex yang berarti menentukan sebuah pengganti kerugian kurs mata uang. Secara praktis, kerugian atau keuntungan pada nilai asal currency exposure sebenarnya dapat disamakan dengan keuntungan atau kerugian nilai tukar mata uang pada currency hedge. Sementara itu, Fitch (1990) mendefinisikan hedge sebagai mekanisme keuangan yang ditujukan untuk mengantisipasi kerugian yang timbul dari fluktuasi harga di pasar. Konsep hedge kemudian diimplementasikan dalam berbagai bentuk transaksi keuangan yang spesifik yang disesuaikan dengan nature kebutuhan transaksi yang dilakukan seperti futures, option, dan swaps. Instrumen hedge pada umumnya dilakukan pada transaksi jual beli komoditas, sekuritas atau valuta asing untuk mengantisipasi kemungkinan kerugian akibat fluktuasi harga di pasar.

2. Instrumen Hedge

Pembahasan instrumen hedge yang akan dibahas pada paper ini meliputi empat bentuk produk plain-vanilla yang meliputi: forward, futures, options, dan swaps. Instrumen-instrumen tersebut telah secara luas digunakan dalam transaksi keuangan konvensional dan menjadi dasar transaksi instrumen derivatif yang lebih kompleks.

a. Kontrak Forward

Kontrak forward secara umum digunakan dalam melakukan mitigasi atau pengelolaan terhadap risiko ke depan yang melekat pada *underlying assets*-nya seperti halnya fluktuasi nilai dari sebuah mata

uang tertentu (Fitch, 1990). Jadi pengertian umum kontrak forward adalah kontrak tunai dimana dua pihak setuju untuk melakukan pertukaran aset (contohnya, nilai tukar atau valas) untuk dilakukan penyerahan oleh penjual kepada pembeli pada sejumlah waktu tertentu di masa yang akan datang. Pada kontrak forward terdapat dua pihak yang terlibat yaitu pihak yang bersedia mengirimkan underlying asset yang ditentukan sebagai pihak berada dalam posisi short (pihak penjual) dan pihak yang bersedia menerima underlying asset dimaksud sebagai pihak yang berada dalam posisi long (pihak pembeli). Beberapa karakteristik dari kontrak tersebut antara lain:

Fleksibilitas dalam penentuan jenis, jumlah dan jangka waktu penyerahan underlying assets. Pada saat jatuh tempo, underlying assets harus diserahkan oleh penjual kepada pembeli. Media perdagangan melalui mekanisme over the counter (OTC) dengan perantara sarana telekomunikasi dan lainnya. Penetapan besarnya margin deposit dilakukan melalui negosiasi antara pihak penjual dan pihak pembeli. Terdapat risiko kegagalan counterparty dan risiko kerugian yang tidak terbatas karena sangat tergantung kondisi pasar. Cash flow telah diketahui di depan dan pembayaran dilakukan pada saat penyerahan underlying assets. Kewajiban untuk membeli atau menjual sifatnya wajib. Rate forward ditentukan oleh pasar yang terdiri atas spot, interest rate, dan waktu.

b. Kontrak Future

Kontrak future konvensional memiliki kesamaan dengan kontrak forward kecuali dalam penentuan harga yang bersifat marked to market yang diikuti oleh pertukaran cash secara harian antara dua pihak (pihak yang untung dan pihak yang mengalami kerugian) sebagai proses penyelesaian transaksi harian (Hayes, et.al. 1998). Sementara itu, menurut Torben Juul Andersen (1993) pengertian dari kontrak future adalah komitmen legal bagi penjual untuk melakukan pengiriman atas underlying assets dan bagi pembeli untuk menerima underlying assets tersebut dalam kualitas dan kuantitas yang terstandarisasi pada satu waktu

tertentu. Kontrak future sendiri diperjualbelikan dalam pasar future. Komoditas dalam kontrak tersebut diawali oleh pasar bahan dasar seperti hasil pertanian dan hasil tambang. Perkembangan pasar tersebut didorong oleh standarisasi terhadap kontrak futures sehingga memudahkan proses pertukaran antar kontrak dalam bursa perdagangan di pasar futures.

Hakikat terbentuknya pasar future merupakan sebuah bentuk fasilitas kerja sama dalam berbagi risiko antara pihak yang pemilik risiko dengan pihak lain yang mau menanggung risiko dari pihak pemilik risiko. Future trading oleh para produsen dijadikan sarana untuk melakukan lindung nilai, yaitu strategi untuk mengurangi risiko yang diakibatkan oleh fluktuasi harga. Sedangkan dalam perkembangan selanjutnya, para spekulator atau spekulasi dari pemilik modal mulai melihat bahwa kontrak ini sangat menarik untuk dikembangkan menjadi instrumen untuk spekulasi. Seorang spekulator dapat saja membeli kontrak future untuk penyerahan di masa datang, dan mulai spekulasi dengan perkiraan harga komoditas pada saat penyerahan. Sehingga dalam hal ini para spekulator mengambil alih risiko dari para petani. Sejak saat itulah terjadinya futures market sebagai pasar untuk spekulasi para spekulasi. Adapun kontrak future memiliki karakteristik seperti di bawah ini:

Dapat diperdagangkan di bursa berjangka (short selling di exchange floor). Nilai kontrak tergantung pada harga pasar. Bentuknya terstandarisasi baik kualitas maupun kuantitas. Tidak ada proses serah terima barang fisik dan hanya merupakan pertukaran dana (Net-out basis) antara penjual dan pembeli. Menggunakan jasa kliring (clearing house) untuk transaksi keuangan. Memiliki initial margin yang merupakan sejumlah dana yang ditempatkan pada bursa berjangka untuk mempertahankan posisi kontrak future dalam bursa berjangka tersebut.

c. Kontrak Option

Opsi adalah kontrak dimana salah satu pihak menyetujui untuk membayar sejumlah imbalan kepada pihak yang lainnya untuk suatu

"hak" (tetapi bukan kewajiban) untuk membeli sesuatu atau menjual sesuatu kepada pihak yang lainnya dalam jangka waktu yang telah ditentukan atau disepakati (Suwarno (2003)); misalnya saja ada seseorang yang khawatir bahwa harga dari stok XXX akan turun sebelum ia sempat menjualnya, maka ia membayar imbalan kepada seseorang lainnya (ini disebut "penjual" opsi jual/put option) yang menyetujui untuk membeli stok daripadanya dengan harga yang ditentukan di depan (strike price). Pembeli menggunakan opsi ini untuk mengelola resiko turunnya nilai jual dari stok XXX yang dimilikinya, di lain sisi si pembeli opsi mungkin saja menggunakan transaksi opsi tersebut untuk memperoleh imbalan jasa dan mungkin telah memiliki suatu gambaran bahwa nilai jual XXX tersebut tidak akan turun. Sebagai lawan dari opsi jual adalah opsi beli atau biasa disebut call option dimana pada opsi beli ini memberikan opsi kepada pembeli opsi hak untuk membeli aset acuan (underlying asset) pada suatu tanggal yang disepakati dengan harga yang telah ditetapkan atau yang dikenal dengan istilah option strike.

d. Kontrak SWAP

Secara umum penggunaan transaksi swap dalam industri perbankan konvensional dilakukan atas dua jenis underlying asset, yaitu nilai tukar dan suku bunga. Oleh sebab itu, pengertian dari swap itu sendiri merujuk kepada underlying assets yang digunakan, dimana swap dalam konteks nilai tukar mengandung pengertian sebagai aktivitas pembelian dan penjualan mata uang secara simultan dalam nilai yang sama untuk waktu jatuh tempo yang berbeda dengan harga kontrak swap dihitung berdasarkan selisih harga mata uang atas dua periode jatuh tempo. Sementara itu, pengertian swap dalam suku bunga adalah perjanjian untuk melakukan penukaran pembayaran jenis suku bunga dalam kewajiban yang dimiliki yaitu suku bunga tetap menjadi suku bunga mengambang ataupun sebaliknya. Adapun mekanisme pricing swap untuk suku bunga adalah selisih hasil deposit dana atas suku bunga yang di-swap dalam jangka waktu yang disepakati (nilai deposit atas suku bunga tetap dan nilai deposit atas suku bunga mengambang

dalam periode yang sama sesuai kesepakatan (Fitch, 1990). Perjanjian swap adalah transaksi pertukaran dua valuta melalui pembelian atau penjualan tunai (spot) dengan penjualan/pembelian kembali secara berjangka yang dilakukan secara simultan dengan bank yang sama dan pada tingkat premi atau diskon dan kurs yang dibuat dan disepakati pada tanggal transaksi dilakukan.

Konsep Hedge dalam Perspektif Syariah

1. Prinsip Dasar Pengelolaan Risiko dalam Syariah

Risiko merupakan salah satu bentuk dari kesulitan atau hal yang tidak diharapkan meskipun hal tersebut timbul sebagai konsekuensi dari aktivitas ekonomi. Akan tetapi, sebuah nilai dalam membuat sebuah keputusan ekonomi bukan hanya ditentukan oleh risikonya tetapi lebih kepada terciptanya kesejahteraan dan nilai yang bisa diperoleh. Risiko dapat menggambarkan nilai, tetapi bukan risiko itu sendiri yang menentukan sebuah nilai. Hal ini merepresentasikan perbedaan penting antara risiko terkalkulasi dan risiko yang merugikan. Risiko terkalkulasi diperlukan dalam terwujudnya sebuah nilai. Namun demikian, penciptaan nilai tambah dalam perhitungan risiko dapat digolongkan sebagai bagian dari *maysir*. Pemikiran tersebut diturunkan dari tulisan Ibnu Taymiah sekitar 670 tahun yang lalu sebagai berikut:

Risiko itu terbagi dua: risiko komersial (*commercial risk*), dimana seseorang akan membeli suatu barang dengan tujuan untuk menjual barang tersebut dan berserah diri kepada Allah atas hal tersebut. Risiko ini berlaku untuk para pedagang, sekalipun seseorang mungkin menderita kerugian, namun hal ini natural terjadi dalam perdagangan. Jenis risiko lainnya adalah *gambling*, yang dilarang oleh Allah dan Rasul-Nya.

Para ahli keuangan syariah menggolongkan risiko ke dalam 2 jenis yaitu: yang dapat diterima dan yang tidak dapat diterima. Agar suatu risiko dapat diterima, terdapat tiga komponen yang mencirikannya, yaitu *inevitability* (tidak dapat dihindarkan); *insignificance* dan *unintentional* (lihat al-Dharir [12], hal.587-612).

Inevitability mengandung pengertian bahwa risiko yang tidak dapat dihindarkan dalam suatu transaksi dapat ditoleransi menurut syariah. Hal itu dalam kondisi bahwa risiko tidak dapat tidak dapat dipisahkan aktivitas riil dari transaksi riil yang menambah value. Adanya pemisahan risiko dari transaksi riil hanya akan menciptakan risiko yang lebih besar lagi dan membuat ketidakstabilan ekonomi. Derivatives merupakan alat yang digunakan untuk memisahkan risiko dari transaksi riilnya, dimana hal tersebut berseberangan dengan syariat. Oleh karena itu beberapa dewan dan ahli fiqh tidak menerima transaksi options maupun futures (lihat Keputusan Fiqh Council OIC, 14). Alan Greenspan dalam Bernstein (1996: 328) menambahkan: kemauan untuk menanggung risiko merupakan hal yang esensial bagi pertumbuhan ekonomi pasar bebas. Jika semua orang meng-*invest* hanya pada aset-aset risk-free, maka potensi pertumbuhan bisnis tidak akan tercapai. Lebih lanjut, studi dari MacCrimmon dan Wehrug (1996) dan Shapira (1995) memperlihatkan bahwa bisnis manajer jarang mengambil risiko yang ada. Kebanyakan dari mereka berusaha untuk menyesuaikan risiko dengan kemungkinan sukses yang mereka perkirakan.

Insignificance menggambarkan derajat atau level dari risiko tersebut. Para ahli menyebutkan bahwa dalam risiko ini kemungkinan gagal haruslah lebih kecil dari keberhasilan dengan memperhitungkan juga risikonya. Pada kasus lotere, seseorang memiliki kemungkinan yang sangat kecil untuk menang. Sementara kemungkinan untuk kalah sangat besar. Hal ini tidak sesuai dengan pandangan dalam Islam dimana dalam kasus lotere terdapat kemungkinan rugi yang dapat terwujud. Sementara itu dalam perspektif Islam, ketidakpastian membuat seseorang berusaha untuk mendapatkan yang ia inginkan dan berserah diri kepada Allah atas segala kemungkinan termasuk kegagalan yang tidak kita sukai.

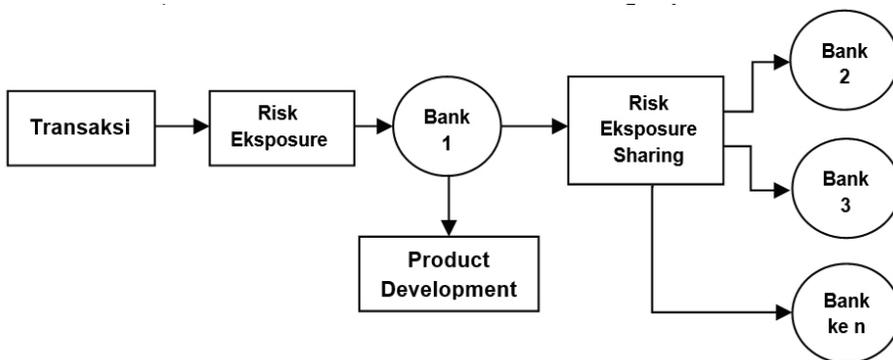
Sebagai contoh, seorang wirausaha akan memulai *project*-nya karena ia yakin project tersebut akan berhasil. Seorang penjudi (*gambler*) tahu bahwa kemungkinan ia menderita kerugian akan lebih besar dari keuntungan. Namun besarnya hadiah yang ditawarkanlah yang membuat

ia bersedia untuk menanggung risiko tersebut. Perbedaan yang mendasar mengenai investasi dan gambling dilihat dari hubungan sebab-akibatnya (*causality*) dimana aktivitas yang dilakukan lebih banyak mengarah kepada kerugian dari kesuksesan, maka hal ini tidak dapat digolongkan sebagai penyebab dari kesuksesan. Sedangkan *unintentional risk* merupakan konsep dimana risiko tersebut bukanlah sesuatu yang sengaja diadakan sehingga seharusnya bukanlah termasuk hal yang sengaja diadakan dalam transaksi.

Lebih lanjut, konsep manajemen risiko secara syariah lebih menekankan pada *risk sharing* dimana sebuah risiko yang dihadapi oleh sebuah objek dapat di-*sharing* dengan objek yang lain dalam rangka meringankan beban dari objek risiko utama. Konsep tersebut dalam konteks perbankan syariah mengandung pengertian bahwa risiko yang dihadapi sebuah bank syariah dapat di-*sharing* dengan bank syariah lainnya dalam rangka tolong-menolong. Selain dengan *risk sharing*, bank syariah dapat melakukan pengelolaan risiko melalui pengembangan produknya (lihat Gambar 3.1).

Gambar 3.1

Manajemen Risiko Berdasarkan Prinsip Syariah



2. Instrumen Hedge Konvensional dalam Pandangan Syariah

Lindung nilai pada dasarnya belum diterima sepenuhnya oleh para ahli fiqih terutama praktik lindung nilai yang pada umumnya me-

nitikberatkan pada resiko yang berkaitan dengan fluktuasi nilai tukar. Masalah ini timbul khususnya pada timbulnya riba, gharar, dan maysir dalam transaksi tersebut.

Kontrak Forward. Dalam kontrak forward, potensi riba terjadi pada saat jual beli instrumen forward dimana harga instrumen forward didasarkan atas nominal uang dalam kontrak jual beli yang akan dilindung nilai berupa persentase (*interest*). Sementara itu, kondisi gharar dalam instrumen lindung nilai berupa forward adalah penentuan harga mata uang saat ini untuk pembelian mata uang bersangkutan di masa yang akan datang. Akhirnya, prinsip terakhir, yaitu kondisi maysir juga terjadi dalam instrumen forward pada saat instrumen tersebut diperjualbelikan dalam pasar derivatif sebagai bentuk tindakan spekulatif yang hanya mengejar keuntungan tanpa adanya barang dan jasa yang dihasilkan (lihat Table 3.1).

Tabel 3.1 Analisis Kesesuaian terhadap Prinsip Syariah pada Instrumen Forward

No.	Komponen	Komponen Penyaring		
		Riba	Gharar	Maysir
1	Harga Premium	x		
2	Harga di Masa Akan Datang		x	
3	Diperjualbelikan			x

Kontrak Future, secara nyata melanggar prinsip syariah berupa larangan menjual sesuatu yang tidak ada atau sesuatu yang tidak dimiliki sebagai bentuk *gharar* (Obaidullah). Larangan tersebut dalam mazhab Syafi'i bersifat umum dan berlaku bagi semua komoditas. Sedangkan dari sudut pandang mazhab Hanafi menyatakan larangan terhadap penjualan kembali sesuatu yang belum diterima atau belum dimiliki sepenuhnya kecuali sesuatu tersebut merupakan properti riil.

Mahzab Hanafi tersebut didasarkan bahwa larangan penjualan kembali tersebut didasarkan pada pelanggaran prinsip syariah berupa

bebas gharar. Sementara itu, hakikat transaksi kontrak future merupakan jual beli kontrak yang belum jatuh tempo yang tergolong dalam jual beli hutang atau bai-al-dayn-bi-al-dayn yang termasuk golongan riba dan merupakan bentuk maysir (lihat Table 3.2).

Tabel 3.2
Analisis Kesesuaian terhadap Prinsip Syariah
pada Instrumen Future

No.	Komponen	Komponen Penyaring		
		Riba	Gharar	Maysir
1	Harga Premium	x		
2	Harga di Masa Akan Datang		x	
3	Diperjualbelikan			x

Kontrak Option. Secara umum, menurut the Islamic Fiqh Academy, Jeddah bahwa kontrak option yang saat ini digunakan dalam pasar keuangan dunia merupakan sebuah tipe kontrak baru yang tidak memiliki padanan pada akad-akad dalam syariah. Hal ini didasarkan pada subyek kontrak yang merupakan sejumlah uang ataupun kemanfaatan (hak khusus) dalam keuangan yang dapat dihapuskan sehingga kontrak dimaksud dilarang dalam syariah (Obaidullah (2005)).

Penjelasan yang lebih khusus sebagaimana yang dikatakan oleh Mufty Taqi Usmani bahwa perjanjian dalam kontrak option dapat diterima secara syariah, tetapi perdagangan dan pengenaan harga premium dalam kontrak tersebut itulah yang tidak dapat diterima dalam syariah (Rohmah et.al. (2005)). Kedua pendapat diatas menegaskan bahwa isu utama dalam kontrak option adalah masalah riba. Permasalahan lainnya yang menjadi isu utama dalam transaksi option adalah gharar dan maysir sebagai akibat adanya jual beli kontak option itu sendiri dalam pasar sekunder (lihat Table 3.3).

Tabel 3.3
Analisis Kesesuaian Terhadap Prinsip Syariah
Untuk Instrumen Option

No.	Komponen	Komponen Penyaring		
		Riba	Gharar	Maysir
1	Harga Premium	x		
2	Harga di Masa yang Akan Datang		x	
3	Diperjualbelikan			x

Kontrak SWAP. Sebagaimana dijelaskan di atas, metode penetapan harga dalam kontrak (instrumen) swap dengan menggunakan rate atau bunga atas transaksi jual beli valuta yang bersangkutan dalam pasar keuangan sehingga dalam syairha kondisi ini termasuk dalam riba. Sementara itu, penetapan harga diawal untuk pembelian valuta menimbulkan permasalahan dalam prinsip syariah berupa gharar. Lebih lanjut, pelanggaran prinsip syariah berupa maysir dapat terjadi bila kontrak swap tersebut diperjualbelikan dalam pasar keuangan. Selain ketiga prinsip syariah yang telah disebutkan sebelumnya, terdapat pelanggaran prinsip syariah lainnya, yaitu kontrak yang disertai persyaratan atas kontrak ataupun transaksi lainnya (dua perjanjian yang saling terkait) dimana kondisi tersebut termasuk dalam ta'aluq (lihat Table 3.4).

Tabel 3.4
Hasil *Screening Swap* Konvensional Untuk Lindung nilai

No.	Komponen	Komponen Penyaring		
		Riba	Gharar	Maysir
1	Harga Premium	x		
2	Harga di Masa Datang		x	
3	Negotiability			x

3. Potensi Pengembangan Mekanisme Hedge Secara Syariah

Kesimpulan dari analisis kesesuaian terhadap prinsip syariah di atas menunjukkan bahwa permasalahan utama dalam instrumen lindung nilai yang ada saat ini (*forward*, *future*, *options*, dan *swap*) terhadap kepatuhan merupakan penetapan harga premium berbasis rate atau bunga, penetapan harga jual valuta saat ini untuk penyerahan di masa yang akan datang dan jual beli kontrak tersebut di pasar keuangan. Lebih jauh lagi, fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) dalam jual beli valuta adalah dilakukan secara spot dan indeks jualbeli valuta untuk masa yang akan datang berdasarkan prinsip syariah juga belum tersedia sehingga penerapan maupun modifikasi instrumen konvensional menjadi instrumen derivatif yang memenuhi prinsip syariah adalah tidak dapat dilakukan. Oleh sebab itu, pengembangan lindung nilai dalam perbankan syariah harus diarahkan dari pendekatan komersial (*tijari*) yang berorientasi terhadap jual beli instrumen hedge menjadi pendekatan investasi dan tolong menolong atau berbagi risiko (*ta'awun*). Hal ini didasarkan pada konsep pengelolaan risiko dalam syariah menekankan pada *risk sharing* dan menghindari adanya *risk transfer*.

Perbedaan antara *risk sharing* dan *risk transfer* terletak pada usaha untuk menghindari risiko dimana *risk transfer* ditempuh melalui pembelian sebuah instrumen yang dapat meng-*cover* risiko yang dihadapi, sedangkan *risk sharing* merupakan usaha bersama baik berupa aktivitas finansial maupun aktivitas bisnis untuk meng-*cover* risiko yang akan dihadapi dikemudian hari.

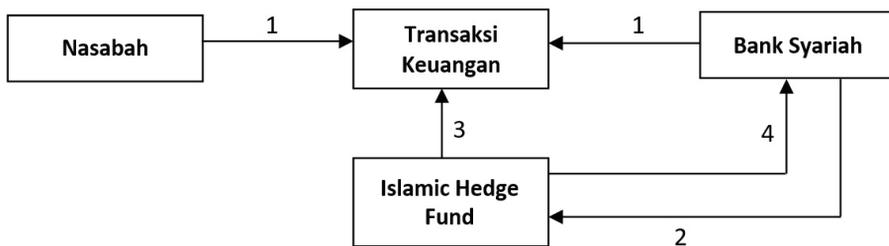
Lebih lanjut dalam kerangka hedge, bank syariah menghadapi risiko nilai tukar atas transaksi dalam perdagangan luar negeri sehingga membutuhkan dana talangan yang dapat digunakan untuk meng-*cover* kemungkinan kerugian atas volatilitas nilai tukar pada saat kewajiban bank syariah tersebut jatuh tempo di masa yang akan datang. Dengan menggunakan konsep tolong menolong (*ta'awun*) maka penghimpunan dana talangan tersebut dilakukan secara bersama-sama oleh perbankan syariah dan lembaga lain atas dasar sukarela (*Islamic hedge fund*).

Namun demikian, kondisi volatilitas nilai tukar tidak selamanya mengakibatkan kerugian atau dengan kata lain mendatangkan keuntungan dimana setiap peserta dalam dana talangan tersebut memiliki porsi atas keuntungan tersebut sesuai kontribusinya. Untuk itu skema dalam hedge dengan menggunakan Islamic hadge fund menggunakan akad kafalah terutama untuk skema penjaminan nilai tukar dan menggunakan prinsip kemitraan berdasarkan akad *mudharabah* dan musyarakah untuk skema investasi (berkaitan dengan keuntungan atas volatilitas nilai tukar).

Selain pendekatan investasi dan ta'awun, pendekatan instrumen juga merupakan dasar pengembangan skema hedge dalam kajian ini. Pendekatan tersebut menekankan pada penyediaan sebuah skema yang mampu menyerap risiko nilai tukar atas transaksi keuangan yang terjadi dalam perbankan syariah. Sementara itu, konsep hedge melalui pengembangan produk dapat menggunakan berbagai akad seperti *salam*, *ijarah*, *mudharabah*, *khiyar al-shart*, *khiyar al-tayeen* dan lain sebagainya (lihat Appendix 1). Namun dalam kajian ini tidak dibahas secara mendalam disebabkan fokus kajian pada pengembangan skema hedge.

Gambar 3.2

Proposal Mekanisme Lindung Nilai Berdasarkan Prinsip Syariah



Tahapan proses hedge yang diusulkan diilustrasikan dalam Gambar 3.2. Bank syariah melakukan transaksi keuangan dengan nasabah baik berupa pembiayaan perdagangan luar negeri dalam valuta asing. Akibat

transaksi tersebut bank syariah terekspos pada risiko nilai tukar. Bank syariah menggunakan penjaminan berupa Islamic Hedge Fund. Penjaminan tersebut diikuti oleh penyetoran Dana penjaminan (Z) oleh bank syariah yang dibagi menjadi dua bagian yaitu bagian untuk aktivitas investasi (X) dan bagian untuk *tabarru'* (sumbangan) dalam rangka takaful (Y). $Z = X + Y$ (1).

Islamic Hedge Fund akan meng-*cover* kerugian bank syariah atas risiko nilai tukar transaksi keuangan yang dijaminakan. Pada akhir periode penjaminan, sejumlah dana dalam bagian investasi (X) ditambah bagi hasil atas "X" dikembalikan kepada bank syariah selaku nasabah. Tetapi apabila biaya imbalan penjaminan melebihi estimasi yang diperkirakan sebelumnya, maka kelebihan tersebut akan mengurangi porsi bagi hasil yang diberikan kepada nasabah dengan nilai maksimal sebesar nilai bagi hasil kepada nasabah.

Namun demikian, implementasi Islamic hedge funds akan membutuhkan sebuah institusi yang berfungsi sebagai pengelola dana talangan tersebut. Institusi Islamic Hedge Fund dapat didirikan secara bersama-sama oleh para pelaku pasar bersama pemerintah. Beberapa keuntungan yang dapat diraih antara lain adalah: Bank syariah dapat berbagi risiko sekaligus memperoleh pendapatan atas investasi yang ditanamkan dalam institusi tersebut.

Bank Indonesia melalui institusi tersebut merupakan wadah pengelolaan moneter dalam kerangka menjaga stabilitas rupiah sekaligus sebagai alternatif pengelolaan devisa. Pemerintah dapat memanfaatkan institusi tersebut dalam kerangka kebijakan ekspor-impor, sehingga mampu mendorong pertumbuhan ekonomi nasional. Sementara itu, tantangan yang akan dihadapi dalam bentuk institusi di atas antara lain:

Kompromi atas besarnya partisipasi dan batas wewenang dari masing-masing *share holder*. Pontensi *conflict of interest* oleh *share holder*. Infrastruktur legal atas fungsi yang dijalankan oleh institusi seperti fungsi penjaminan berdasarkan prinsip syariah, pengelolaan moneter dan pelaksanaan kebijakan fiskal.

Mempertimbangkan kondisi pasar dan infrastruktur secara pragmatis, yaitu dalam fase sebelum terwujudnya Islamic hedge fund, perbankan syariah masih berada pada kondisi darurat karena adanya kebutuhan mendesak (*lil hajah*) yang tidak dapat dihindari. Untuk itu, bank syariah untuk sementara waktu dapat mengaplikasikan instrumen lindung nilai dalam bentuk forward agreement yang terbatas hanya untuk mengelola risiko nilai tukar pada sisi aktiva neraca bank syariah khususnya transaksi perdagangan internasional (trade finance) dalam valuta asing sesuai dengan substansi fatwa DSN-MUI No. 28/DSN-MUI/III/2002 tentang Jual Beli mata uang (al-Sharf). Selanjutnya diperlukan kajian lebih mendalam untuk menetapkan instrumen hedge dan mekanisme kegiatan Islamic hedge fund yang memenuhi prinsip syariah sehingga kegiatan trade finance yang dilakukan terhindar dari unsur riba, maysir dan gharar serta dapat diaplikasikan secara operasional.

Penutup

Mempertimbangkan analisis yang telah dilakukan, beberapa hal yang dapat ditarik menjadi kesimpulan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Lindung nilai atau hedge merupakan fungsi lain dari instrumen derivatif yang dikembangkan dalam perbankan konvensional yang secara umum terbagi atas transaksi forward, future, option dan swap.
- b. Bank syariah membutuhkan instrumen lindung nilai atau hedge sebagai sarana di dalam melakukan pengelolaan risiko yang dihadapi terutama risiko pasar yang diakibatkan oleh fluktuasi nilai tukar antar mata uang dalam kaitannya transaksi bank syariah dengan mata uang luar negeri.
- c. Instrumen lindung nilai dalam perbankan konvensional secara keseluruhan tidak dapat diterima dalam syariah karena terdapat riba, gharar, ataupun maysir.

- d. Konsep dasar pengembangan instrumen lindung nilai kajian ini adalah pendekatan investasi dengan prinsip mudharabah atau musyarakah dan tolong menolong dengan prinsip ta'awun atau takaful dalam rangka berbagi risiko dalam bentuk Islamic hedge fund.

Melengkapi penelitian yang telah dilakukan, beberapa rekomendasi yang dapat diusulkan adalah sebagai berikut:

- a. Benchmark atau acuan pricing bagi exchange rate dalam transaksi yang menggunakan valuta asing yang sesuai dengan prinsip syariah merupakan sebuah kebutuhan yang mendesak sehingga diperlukan kajian lebih lanjut mengenai permasalahan dimaksud.
- b. Berdasarkan hasil kajian awal diusulkan bahwa alternatif instrumen lindung nilai yang dapat dilakukan perbankan syariah adalah melalui skema Islamic hedge fund yang menerapkan prinsip sharing risk dengan akad kafalah terutama untuk skema penjaminan nilai tukar, dan prinsip kemitraan dengan akad mudharabah dan musyarakah untuk skema investasi, kepemilikan bersama dan kepesertaan Islamic hedge fund. Dengan demikian, keberadaan lembaga Islamic hedge fund oleh kalangan industri keuangan syariah dapat memfasilitasi perbankan syariah dalam pengelolaan risiko nilai tukar melalui mekanisme sharing risk dan investasi bersama berdasarkan prinsip syariah.
- c. Untuk sementara waktu (sampai terbentuknya Islamic hedge fund), penggunaan instrumen lindung nilai pada perbankan syariah dapat dilakukan dalam bentuk forward agreement yang terbatas hanya untuk mengelola risiko nilai tukar pada sisi aktiva dalam neraca bank syariah khususnya transaksi perdagangan internasional (trade finance) dalam valuta asing sesuai dengan substansi fatwa DSN-MUI No.28/DSN-MUI/III/2002 tentang Jual Beli mata uang (al-Sharf).

- d. Selanjutnya diperlukan kajian lebih mendalam untuk menetapkan instrumen hedge dan mekanisme kegiatan Islamic hedge fund dalam konteks metode pricing maupun operasional institusi Islamic hedge fund itu sendiri yang memenuhi prinsip syariah sehingga kegiatan trade finance yang dilakukan terhindar dari unsur riba, maysir dan gharar serta dapat diaplikasikan secara operasional.

Referensi

- Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) (2007), Shari'a Standard, (al-Ma'ayir asy-Syar'iyah, Draft Standard of Gharar and Maysir, 1424-5 H/ 2003-4, AAOIFI, Bahrain
- Alfred Pakasi, Managing Partner VBLC, Harian Bisnis Indonesia, 29 November 2006 Kolom Klinik Investasi.
- Al-Amine, Muhammad Al-Bahsir Muahmmad, Derivatives Instruments in Commodity Market: An Islamic Analysis, <http://islamiccenter.kaau.edu.sa>.
- al-Mushlih, Abdullah dan ash-Shawi, Shalah, Jual Beli Istijrar, www.alsowah.or.id
- Al-Qur'an dan Terjemahnya, Departemen Agama Republik Indonesia.
- Al-Saati, Abdul Rahim (2003), The Permissible Gharar (Risk) in Classical Islamic Jurisprudence, King Abdul Aziz University, Saudi Arabia.
- Al-Suwailem, Sami, Hedging in Islamic Finance, Occasional Paper No.10, May, 2006
- Aziz, Azrul Nizam Abdul (2007), The Evolutions of Islamic Hedging Solutions, Islamic Finance News Guide.
- Az-Zuhaily, Wahbah. (1984), Al-Fiqhul Islamy wa Adillatuhu, Darul Maktabah, Damaskus, Syria

- Bank Indonesia (2007), Hedge Fund, Pengaruhnya Pada Pengembangan Pasar Keuangan dan Stabilitas Sistem Keuangan, Direktorat Pengelolaan Moneter, Jakarta.
- Bank Indonesia (2006), Kamus Istilah Keuangan dan Perbankan Syariah, Jakarta.
- BAPEPAM-LK, Warta BAPEPAM, Edisi 22/ Oktober 2006, Artikel Pengembangan Pasar Keuangan Syariah.
- Bodie, Z and R. Merton, 1998, Finance, Prentice Hall
- Chapra, M Umer, Management of Foreign Exchange Risks Through Hedging, 3rd International Seminar on Challenges Facing the Islamic Financial Industry: "Unresolved Fiqhi Issues"
- Chapra, M. Umer and Tariqullah Khan (2000), Regulation and Supervision of Islamic Banks (Jeddah: IRTI/IDB).
- Charles Goodhart [et al.], (1998), Financial Regulation: Why, How, and Where Now?, Bank of England & Routledge London & New York
- Christopher Pass, Brayan Lowes and Leslie Davies, Dictionary of Economics, diterjemahkan ke dalam bahasa Arab oleh Omar al-Ayoubi, Academia, Bairut, Libanon.
- Dali, Nuradli Ridzwan Shah Mohd dan Ahmad, Sanep , "A Review of Forward, Futures, And Options From The Sharia Perspective: from Complexity to Simplicity", www.kantakji.com/fiqh/Files/Fatawa/15405.pdf
- Dewan Syariah Nasional - Majelis Ulama Indonesia (2003), Himpunan Fatwa Dewan Syariah Nasional, Majelis Ulama Indonesia, Jakarta.
- Fitch, Thomas P., Dictionary of International Banking & Finance Terms, Barron, United State of Amerika
- Graham Bannock, R. E. Baxter and Ray Rees (1985) Dictionary of Economics, Penguin Books.
- Heffernan, 1996, Modern Banking in Theory and Practice, John Wiley & Sons.163

- Iqbal, Munawar, et. Al. (1999), Challenges Facing Islamic Banking, Jeddah, IRTI, Occasional Paper
- International Islamic University Malaysia (2002), Stable and Just Global Monetary System, Kuala Lumpur, Malaysia
- Jobst, Andreas A. (2007), Derivatives in Islamic Finance, Islamic Economic Studies Vo. 15 No. 1, Jakarta.
- Obaidullah, Mohammed (2005), Islamic Financial Services, Islamic Economics Research Center, Saudi Arabia.
- Obaidullah, Mohammed (1999), Financial Options in Islamic Contracts: Potential Tools for Risk Management, Islamic Economics Vol.1.
- Rohmah, Nyimas dkk (2005), Islamization of Conventional Financial Derivatives, unpublished.
- Suwarno, Edi Broto (2003), Derivatif: Tinjauan Hukum dan Praktek Di Pasar Modal Indonesia, www.solusihukum.com.
- Vogel, Frank E., Hayes, Samuel L. (1998), Islamic Law and Finance, Kluwer Law International.