

## STRATEGI PENGEMBANGAN PASAR UANG SYARIAH

*Zainul Arifin \*)*

### I. Pendahuluan.

**K**onsep Perbankan Syariah adalah relatif baru bagi masyarakat Indonesia, termasuk bagi masyarakat muslim itu sendiri. Walaupun pemikiran konsep dasar perbankan syariah itu telah berjalan lama, dalam kenyataannya praktek bank syariah itu baru mulai pada tahun 1992. Berdasarkan kenyataan bahwa praktek perbankan syariah itu baru pada tahap awal (*an infant stage*), adalah wajar bila sistem perbankan syariah itu masih kurang dimengerti oleh masyarakat, sehingga sebagian dari mereka memandang, bahkan sebagian lagi telah ikut menggunakan jasa Bank Syariah, dengan harap-harap cemas dan keraguan sekaligus. Oleh karena itu sebelum kita sampai pada inti pokok bahasan, terlebih dahulu perlu diuraikan secara singkat beberapa aspek yang menyangkut prinsip-prinsip syariah yang berkaitan dengan perbankan.

Bila masyarakat kita ditanya tentang apakah bank syariah itu, maka kebanyakan mereka hanya menyatakan bahwa bank syariah itu adalah bank tanpa bunga. Walaupun pernyataan itu tidak salah, namun sebenarnya bank syariah bukan sekedar itu. Lagi pula produk-produk bank syariah bukan merupakan produk yang aneh (*exotic product*), dan bukan hanya diperuntukkan atau hanya dapat diterima oleh masyarakat muslim saja.

Dalam pandangan syariah, uang itu bukan merupakan suatu komoditi melainkan hanya sebagai alat untuk mencapai pertambahan nilai ekonomis (*economic added value*). Tanpa pertambahan nilai ekonomis itu, uang tidak dapat menciptakan kesejahteraan. Hal ini bertentangan dengan perbankan berbasis bunga dimana uang mengembang-biakkan uang, tidak peduli apakah dipakai dalam kegiatan produktif atau tidak. Waktu adalah faktor utamanya. Sedangkan dalam pandangan syariah, uang hanya akan berkembang bila ditanamkan ke dalam kegiatan ekonomi riil (*tangible economic activities*). Dengan demikian hubungan antara bank syariah dengan nasabahnya adalah lebih sebagai *partner* ketimbang sebagai *lender* atau *borrower*. Bank syariah dapat bertindak sebagai pembeli, penjual, atau pihak yang menyewakan (*lessor*). Hal itu bisa dilakukan secara langsung, dimana bank mempunyai *expertise* untuk bertindak sebagai perusahaan dagang (*trading house*), atau secara tidak langsung dengan cara bertindak sebagai agen bagi nasabahnya.

---

\*) Zainul Arifin, Drs., MBA : Direktur Tazkia Institut

Untuk menghasilkan keuntungan, uang harus terkait erat dengan kegiatan ekonomi dasar (*Primary economic activity*), baik secara langsung bertindak sebagai *trading house* melakukan transaksi seperti perdagangan, kegiatan industri atau sewa-menyewa dan lain-lain, atau secara tidak langsung bertindak sebagai *investment company* melakukan penyertaan modal guna melakukan salah satu dari atau seluruh kegiatan usaha tersebut.

Berdasarkan prinsip tersebut Bank Syariah dapat menarik dana dalam bentuk :

- √ Titipan (*wadiah*), yaitu simpanan yang dijamin keamanan dan pengembaliannya (*guaranteed deposit*), tetapi tanpa memperoleh imbalan atau keuntungan;
- √ Partisipasi modal berbagi hasil dan berbagi resiko (*non guaranteed deposit*) untuk investasi umum (*general investment account / mudharabah mutlaqah*) dimana bank akan membayar bagian keuntungan secara proporsional dari portfolio yang didanai dengan modal tersebut;
- √ Investasi khusus (*Special investment / mudharabah muqayyadah*) dimana bank bertindak sebagai manajer investasi untuk memperoleh *fee*. Jadi bank tidak ikut berinvestasi sedangkan investor sepenuhnya mengambil resiko atas investasi tersebut.

Dengan demikian, sumber dana Bank Syariah terdiri dari :

- (1) Modal (*core capital*),
- (2) Kuasi Ekuitas (*mudharabah accounts*), dan
- (3) Titipan (*Wadiah / non remunerated deposits*).

Dari gambaran singkat tersebut jelas bahwa ruang lingkup usaha perbankan syariah adalah bersifat *universal banking*. Ia meliputi *commercial banking* dan *investment banking*. Namun demikian sistem perbankan syariah secara prinsip sangat berbeda dengan sistem perbankan konvensional. Perbedaan tersebut memberikan konsekuensi perlunya pengaturan yang berbeda dengan pengaturan perbankan konvensional, antara lain misalnya peraturan tentang pola pengendalian likuiditas, perhitungan kecukupan modal dan sebagainya.

## II. Prinsip Pengelolaan Likuiditas.

Likuiditas adalah kemudahan atau kemampuan untuk mengubah *non liquid assets* menjadi *liquid assets*, biasanya dalam bentuk tunai (*cash*) dengan tanpa atau sedikit sekali berkurangnya nilai *assets* tersebut.

Kuat atau lemahnya kemampuan likuiditas aset tergantung kepada dua faktor utama yaitu kandungan daya cair aset itu sendiri (*self contain liquidity*) dan daya jual aset tersebut (*marketability*). Daya cair aset (*self liquidating*) ditentukan oleh syarat-syarat penjualan aset

tersebut, baik jangka waktu maupun cara pembayarannya. Sedangkan *marketability* dari aset bukan saja terletak pada kemampuan pengalihan aset tersebut kepada pihak lain secara final atau permanen, tetapi juga terletak pada keberhasilan penawaran kepada pihak lain untuk ikut berpartisipasi mendanai aset tersebut. Faktor yang disebut pertama berkaitan dengan salah satu teori likuiditas perbankan yang dikatakan sebagai *commercial loan theory* dan yang disebut terakhir banyak dibahas dalam apa yang dikatakan sebagai *shiftability theory*.

Sebagai Badan Usaha (*business entity*), tujuan bank adalah memaksimalkan kesejahteraan para *stakeholders* melalui peningkatan nilai investasi para pemegang saham pada bank yang bersangkutan. Karena aktiva bank yang ada dalam bentuk alat-alat likuid itu pada umumnya adalah *nonearning assets*, maka dana yang ditanam pada *liquid assets* ini harus seminimal mungkin tanpa menimbulkan resiko yang terlalu tinggi.

Teknik dan faktor yang digunakan untuk mencapai tujuan itu dapat dibagi dalam tiga kelompok yaitu:

- (a) item-item uang tunai yang masih dalam proses inkaso,
- (b) saldo (*nonreserve*) pada bank koresponden, dan
- (c) *primary reserve*.

Bank harus berusaha agar proses inkaso dapat dilakukan secepat mungkin, antara lain dengan melakukan kerja lembur, penggunaan *Electronic Fund Transfer*, memilih kurir yang cepat, dan lain-lain. Analisa yang harus dilakukan adalah memastikan bahwa manfaat dari perubahan item *non cash* menjadi *cash* harus lebih besar dari pada biaya inkaso itu sendiri.

Bank koresponden biasanya mensyaratkan saldo minimum yang harus dipelihara sebagai kompensasi atas servis yang diberikan, seperti *investment advice*, *holding securities (safe keeping)*, pengaturan pembelian dan penjualan surat-surat berharga, menawarkan *loan participation*, jasa transfer, inkaso dan lain-lain. Saldo itu harus disediakan dengan biaya yang tidak melebihi manfaat yang dapat diperoleh.

Kewajiban *reserve* harus diperlakukan sebagai kebutuhan wajar dalam bisnis perbankan. Oleh karena itu, bank harus berusaha agar biaya penyediaan *reserve* tersebut harus lebih kecil daripada manfaat bisnis yang diperoleh.

### III. Masalah Pengelolaan Likuiditas

Pengelola Bank selalu berusaha untuk memaksimalkan keuntungan mereka (*Return on Total Assets*) dengan cara menginvestasikan sebanyak mungkin dana yang tersedia. Namun manajemen juga didesak oleh kebutuhan untuk memiliki likuiditas yang cukup guna mengatasi setiap masalah *mismatch* yang terjadi antara aset dan liabilitas.

Salah satu kendala operasional yang dihadapi oleh Perbankan Islam adalah kesulitan mereka mengendalikan likuiditasnya secara efisien. Hal itu terlihat pada beberapa gejala yang antara lain:

- √ Tidak tersedianya kesempatan investasi segera atas dana-dana simpanan yang diterimanya. Dana-dana tersebut terakumulasi dan menganggur untuk beberapa hari sehingga mengurangi rata-rata pendapatan mereka;
- √ Kesulitan mencairkan dana investasi yang sedang berjalan, pada saat ada penarikan dana dalam situasi kritis. Akibatnya Bank-Bank Syariah menahan alat likuid-nya dalam jumlah yang lebih besar dari pada rata-rata perbankan konvensional. Sekali lagi kondisi ini pun menyebabkan berkurangnya rata-rata pendapatan bank.

Dengan kinerja rata-rata seperti itu, maka depositan yang hanya mencari keuntungan, lebih banyak cenderung memindahkan dananya ke bank lain, sementara nasabah yang loyal terkesan bahwa mengikuti prinsip syariah berarti menambah beban.

Pada umumnya Bank Syariah mengalami dua macam kendala bila dibandingkan dengan bank konvensional yaitu:

- a. Kurangnya akses untuk memperoleh dana likuiditas dari Bank Sentral (kecuali hanya di beberapa negara Islam saja); dan
- b. Kurangnya akses ke Pasar Uang (*Money Market*) sehingga Bank Islam hanya dapat memelihara likuiditas dalam bentuk kas.

#### **IV. Praktek Pasar Uang Konvensional**

Pasar Uang (*money market*) adalah pasar dimana diperdagangkan surat-surat berharga jangka pendek, sedang Pasar Valuta Asing (*Foreign Exchange Market*) adalah pasar dimana diperdagangkan surat-surat berharga dalam suatu mata uang dengan melibatkan mata uang lain.

Artikel-artikel yang diperdagangkan di Pasar Uang adalah uang (*money*) dan uang kuasi (*near money*)<sup>1</sup>. Uang atau uang kuasi tidak lain daripada surat berharga (*financial paper*) yang mewakili uang dimana seseorang (atau perusahaan) mempunyai kewajiban kepada orang (atau perusahaan) lain. Dalam hal mata uang (*currency*), yaitu uang tunai yang ada di dalam saku kita, adalah merupakan bukti kewajiban Pemerintah akan sejumlah uang kepada kita, sebagai pembawa mata uang tersebut. Dalam hal *treasury bill*, hal ini juga

---

<sup>1</sup> Heinz Riehl and Rita M. Rodriguez, *Foreign Exchange Market: A Guide to Foreign Currency Operations*, McGraw-Hill, Inc. 1977, p.4.

merupakan kewajiban pemerintah senilai *equivalen* sejumlah uang kepada pemilik *bill* tersebut. *Bill* tersebut baru dapat dibayar oleh Pemerintah dalam bentuk tunai setelah lewatnya jangka waktu yang ditetapkan, yaitu pada tanggal jatuh tempo dokumen tersebut.

Dalam kasus pertama, mata uang pemerintah adalah uang yang sebenarnya, sedangkan dalam kasus kedua, *treasury bill* hanyalah uang kuasi (*near money*). Tidaklah sulit menjual *treasury bill* walaupun pemerintah tidak berkewajiban membayarnya sebelum tanggal jatuh tempo. Contoh seperti *treasury bill* ini juga berlaku bagi surat berharga lain, seperti *certificate of deposit* (CD), *Banker Acceptance* (BA), *corporate bond* dan sebagainya, walaupun berbeda-beda tingkat marketabilitasnya. Pada kenyataannya, tidak ada jaminan bahwa surat berharga yang berjangka waktu lebih pendek mempunyai marketabilitas yang lebih baik daripada yang berjangka lebih panjang. Bagian terbesar dari aktiva keuangan yang diperdagangkan di Pasar Uang adalah yang berjangka waktu kurang dari satu tahun. Namun demikian perdagangan yang aktif juga diadakan dari dokumen yang berjangka waktu sampai lima tahun. Surat berharga yang berjangka waktu lebih panjang biasanya lebih banyak dimiliki para investor di Pasar Modal, dimana surat berharga jangka panjang diperdagangkan.

Uang atau uang kuasi yang diperdagangkan di dalam negeri (*local money market*) adalah dalam mata uang yang berlaku sah di negeri itu. Tetapi bila uang atau uang kuasi itu diperdagangkan di luar negara dimana mata uang itu berlaku sah, maka kita sebut dengan *foreign money market*. Sebagai contoh, kita mengenal *Eurodollar market*. Dalam hal ini surat berharga dalam mata uang Amerika Serikat diperdagangkan di Eropa, yang kemudian juga diperdagangkan di berbagai tempat seperti Asia.

Harga dalam Pasar Uang Konvensional biasanya dinyatakan dalam suatu persentase yang mewakili pendapatan (*return*) berkaitan dengan penggunaan uang untuk jangka waktu tertentu. Pelaku dalam Pasar Uang umumnya disebut peminjam (*borrowers*) dan pemberi pinjaman (*lenders*). Peminjam adalah individu yang membeli hak penggunaan dana untuk jangka waktu yang ditentukan sebelumnya. Pemberi pinjaman adalah individu yang menjual hak penggunaan dana untuk jangka waktu tersebut. Harga yang diterima oleh pemberi pinjaman untuk melepaskan hak penggunaan dana itu disebut tingkat bunga (*interest rate*)<sup>2</sup>. Misalnya di dalam pinjaman sebesar Rp.100,- (seratus rupiah) bila pemberi pinjaman menerima Rp.120,- (seratus dua puluh rupiah) pada akhir tahun, maka kelebihan sebesar Rp.20,- (dua puluh rupiah) yang diterima tersebut dinyatakan dalam persentase yaitu 20% (dua puluh persen) tingkat bunga pertahun. Pembayaran imbalan tersebut dapat dilakukan dibelakang seperti pada *Promissory Notes* dan pada *bonds*, ataupun dilakukan dimuka

---

2 Ibid p.19.

(*discounted*) seperti pada SBI dan CD. Seluruh instrumen tersebut di atas tidak dapat diterima oleh syariah, karena berbasis bunga.

## V. Kebutuhan Bank Syariah Akan Pasar Uang

Sebagaimana telah diuraikan di atas, tugas utama manajemen bank, tidak terkecuali Bank Islam, adalah memaksimalkan kesejahteraan bagi para *stakeholder* melalui peningkatan nilai investasi para pemegang saham, meminimalkan resiko dan menjamin tersedianya likuiditas yang cukup. Manajemen tidak dapat semauanya menarik nasabah untuk menyimpan dananya di bank, tanpa adanya keyakinan bahwa dana itu dapat diinvestasikan secara menguntungkan dan dapat dikembalikan ketika dana itu sewaktu-waktu ditarik oleh nasabah atau dana tersebut telah jatuh tempo. Disamping itu manajemen juga harus secara simultan mempertimbangkan berbagai resiko yang akan berpengaruh pada perubahan tingkat laba yang diperoleh.

Untuk memastikan bahwa aset Bank Syariah selain terdana sepanjang waktu, Bank Syariah harus memelihara tingkat likuiditas yang tinggi dalam rangka mengantisipasi penarikan-penarikan dana, karena Bank Syariah tidak boleh menarik dana dari sumber-sumber dana berbasis bunga.

Jelaslah, bahwa ketiadaan akses bagi Bank Syariah untuk meminjam dana di Pasar Uang untuk mendanai aset mereka adalah merupakan pokok masalah yang mereka hadapi. Apabila ada penarikan dalam jumlah besar, apapun alasannya, baik dana-dana dari wadia ataupun mudharabah, apa yang akan terjadi bila :

- √ Tidak ada *Inter-Bank Money Market Syariah*
- √ Tidak ada fasilitas yang berbasis syariah dari Bank Sentral sebagai *lender of last resort*
- √ Bank Syariah dilarang meminjam dana berbunga, untuk mengganti dana-dana yang ditarik oleh nasabahnya.

Setiap banker pasti dapat membayangkan betapa masalah likuiditas yang dihadapi oleh bank syariah. Lalu, apa jalan keluar yang terbaik bagi mereka ?

Tanpa adanya fasilitas Pasar Uang, seperti halnya Bank Konvensional, Bank Syariah pun akan menghadapi masalah yang sama, mengingat pada umumnya perbankan sulit menghindari posisi keuangan yang *mismatched*. Untuk memanfaatkan dana yang sementara *idle* itu, bank harus dapat melakukan investasi jangka pendek di Pasar Uang, dan sebaliknya untuk memenuhi kebutuhan dana untuk likuiditas jangka pendek, karena *mismatch*, bank juga harus dapat memperolehnya di Pasar Uang.

Karena surat-surat berharga yang ada di pasar keuangan konvensional, kecuali saham, berbasis pada sistem bunga, Perbankan syariah menghadapi kendala karena mereka tidak diperbolehkan untuk menjadi bagian dari aktiva atau pasiva yang berbasis bunga. Masalah ini berdampak negatif bagi pengelolaan likuiditas maupun pengelolaan investasi jangka panjang. Akibatnya perbankan syariah terpaksa hanya memusatkan portofolio mereka pada aktiva jangka pendek, yang terkait dengan perdagangan, dan berlawanan dengan keperluan investasi dan pembangunan ekonomi.

Walaupun manajemen telah berhasil menciptakan pasar bagi Perbankan Islam, namun mereka belum mencapai kedalaman pasar yang menjamin keuntungan (*profit ability*) dan kelangsungan usaha (*viability*) jangka panjang. Cepat atau lambatnya mereka keluar dari masalah ini, akan tergantung pada kecepatan, keagresifan dan keefektifan mereka membangun instrumen dan teknik yang memungkinkan tercapainya fungsi intermediasi dua arah bagi Perbankan Islam. Mereka harus menemukan jalan dan alat pengembangan instrumen keuangan berbasis syariah yang *marketable*, dimana portofolio yang dihasilkan oleh Perbankan Islam dapat dipasarkan di pasar keuangan yang lebih luas<sup>3</sup>.

## VI. Strategi Pengembangan Pasar Uang Berbasis Syariah

### ***Pertama : Penciptaan Instrumen Pasar Uang Syariah***

Sebagaimana telah diuraikan di atas, surat-surat berharga yang beredar di pasar keuangan konvensional adalah surat-surat berharga berbasis bunga, sehingga Perbankan Islam tidak dapat memanfaatkan Pasar Uang yang ada. Walaupun ada juga saham sebagai surat tanda penyertaan modal yang berbasis bagi-hasil, namun masih memerlukan penelitian apakah obyek penyertaan tersebut terbebas dari kegiatan yang tidak disetujui oleh Islam. Dengan kata lain harus ada kepastian bahwa emiten tidak menyelenggarakan perniagaan barang-barang yang dilarang oleh syariah, atau mengandung unsur *riba*, *maisir* dan *gharar*. Oleh karena itu untuk menciptakan Pasar Uang yang bermanfaat bagi Perbankan Syariah harus diciptakan instrumen Pasar Uang yang berbasis syariah. Dengan aktifnya instrumen Pasar Uang yang berbasis syariah maka Perbankan Syariah dapat melaksanakan fungsinya secara penuh, tidak saja dalam memfasilitasi perdagangan jangka pendek tetapi juga berperan mendukung investasi jangka panjang. Struktur keuangan dari proyek-proyek pembangunan berbasis syariah akan memperkaya piranti keuangan syariah dan membuka partisipasi lebih besar dari seluruh pelaku pasar, tidak terkecuali non muslim, karena pasar tersebut bersifat terbuka.

---

<sup>3</sup> Abbas Mirakka, Executive Director, International Monetary Fund Washington, USA, *Progress and Challenges of Islamic Banking*, Review of Islamic Economics, Vol.4 No.2 (1997).

Perbedaan pokok antara lembaga keuangan syariah dengan lembaga keuangan konvensional adalah dilarangnya riba (bunga) pada lembaga keuangan syariah, baik riba nasiah, yaitu riba pada pinjam-meminjam uang (*qard*) maupun riba *fadl*, yaitu riba dalam perdagangan. Pendapatan atau keuntungan hanya boleh diperoleh dengan bekerja atau melakukan kegiatan perniagaan yang tidak dilarang oleh Islam. Untuk menghindari pelanggaran terhadap batas-batas yang telah ditentukan oleh syariah tersebut maka piranti keuangan yang diciptakan harus didukung oleh aktiva, proyek aktiva atau transaksi jual-beli yang melatarbelakanginya (*underlying transaction*).

Beberapa pedoman syariah yang harus diperhatikan dalam penciptaan instrumen pasar uang antara lain<sup>4</sup> :

- √ Uang tidak dapat menghasilkan apa-apa. Uang hanya akan berkembang apabila diinvestasikan pada kegiatan ekonomi riil (*tangible economic activity*);
- √ Keberhasilan kegiatan ekonomi diukur dengan *return on investment* (ROI). Return ini hanya boleh diestimasi tetapi tidak boleh ditentukan terlebih dahulu di depan;
- √ Bagian saham dalam perusahaan, kegiatan mudharabah atau kemitraan musyarakah dapat dipejual-belikan untuk kegiatan investasi dan bukan untuk tujuan spekulasi atau untuk tujuan perdagangan paper;
- √ Piranti keuangan Islami, seperti bagian saham dalam suatu kemitraan atau perusahaan dapat dinegosiasikan (dibeli atau dijual) karena ia mewakili bagian saham dalam jumlah aset dari bisnis nyata.

Beberapa Restriksi yang berkaitan dengan jual-beli *share* seperti itu adalah :

- √ Uang tidak boleh dijual untuk memperoleh uang
- √ Nilai per *share* dalam bisnis harus didasarkan pada penilaian terhadap bisnis itu sendiri (*fundamental analysis*)
- √ Transaksi tunai harus diselesaikan segera sesuai dengan kontrak
- √ Adalah diperbolehkan membeli saham perusahaan yang memiliki hutang pada neraca perusahaan, tetapi hutang tersebut harus tidak dominan
- √ Pemilik modal punya hak untuk mengakhiri kepemilikannya bila ia menghendaki, kecuali bila diperjanjikan lain.

Aset dapat didanai dari *equity* atau pinjaman. Karena pinjaman tidak dapat diperdagangkan, sedangkan ekuitas dapat diperjual-belikan, maka mengapa kita tidak membangun sistem dimana pendanaan aset dilakukan dengan menggunakan ekuitas ?<sup>5</sup>

4 Dr. Yahia Abdul Rahman, *Islamic Instruments For Managing Liquidity*, International Journal of Islamic Financial Services, Vol.1, No. 1, April-June 1999.

5 Abdel Haq Al Kafsyi, *Islamic Interbank Money Market*. 2000



Piranti keuangan itu dapat dibentuk melalui sekuritisasi aktiva / proyek aktiva (*assets securitization*), yang merupakan bukti penyertaan, baik dalam bentuk penyertaan musyarakah (*management share*), yang meliputi modal tetap (*fixed capital*) dengan hak mengelola, mengawasi dan hak suara dalam pengambilan keputusan (*voting light*), maupun dalam bentuk penyertaan mudharabah (*participation share*), yang mewakili modal kerja (*variable capital*), dengan hak atas modal dan keuntungan dari modal tersebut, tetapi tanpa *voting right*.

Dalam rangka menyediakan sarana untuk penanaman dana atau pengelolaan dana berdasarkan prinsip syariah di Indonesia, strategi pertama itu telah direalisasikan oleh Bank Indonesia, melalui Peraturan Bank Indonesia nomor 2/8/PBI/2000 tanggal 23 Februari 2000 tentang Pasar Uang Antarbank Berdasarkan Prinsip Syariah (PUAS). Peserta PUAS terdiri atas Bank Syariah dan Bank Konvensional. Bank Syariah dapat melakukan penanaman dana dan atau pengelolaan dana, sedangkan Bank Konvensional hanya dapat melakukan penanaman dana. Instrument yang digunakan dalam PUAS itu adalah berupa Sertifikat Investasi Mudharabah Anfarbank (Sertifikat IMA). Besarnya imbalan atas Sertifikat IMA mengacu pada tingkat imbalan bagi hasil investasi mudharabah bank penerbit sesuai dengan jangka waktu penanaman dan nisbah bagi hasil yang disepakati.

### ***Kedua : Mekanisme operasi Pasar Uang Syariah***

Mekanisme perdagangan surat-surat berharga berbasis syariah harus tetap berkaitan dan berada dalam batas-batas toleransi dan ketentuan-ketentuan yang digariskan oleh syariah<sup>6</sup>, seperti antara lain:

- √ Fatwa Ulama pada simposium yang disponsori oleh Dallah al Baraka Group pada bulan November 1984 di Tunis menyatakan: “Adalah dibolehkan menjual bagian modal dari setiap perusahaan dimana manajemen perusahaan tetap berada ditangan pemilik nama dagang (*owner of trade name*) yang telah terdaftar secara legal. Pembeli hanya mempunyai hak atas bagian modal dan keuntungan tunai atas modal tersebut tanpa hak pengawasan atas manajemen atau pembagian aset kecuali untuk menjual bagian saham yang mewakili kepentingannya”<sup>7</sup>
- √ Lokakarya Ulama tentang Reksa Dana Syariah, Peluang dan Tantangannya di Indonesia, yang diselenggarakan di Jakarta pada tanggal 30-31 Juli 1997, telah

6 Dalam beberapa hal harus terlebih dahulu memperoleh fatwa Dewan Syariah.

7 Saleh Kamil, *The importance of Assets and Debts Securitization in Creating Dynamic Islamic Banking Environment*, Paper presented to Labuan International Summit on Islamic Financial and Investment Instrument, Labuan, Malaysia, 16-18 June 1997.

mbolehkan diperdagangkannya reksadana yang berisi surat-surat berharga dari perusahaan-perusahaan yang produk maupun operasinya tidak bertentangan dengan syariah Islam.

Dana yang telah dihimpun oleh Bank syariah dalam bentuk *mudharabah investment deposit* sebagian besar diinvestasikan dalam transaksi *murabahah, bai al salam, istisna', ijarah, ijarah muntahia bi tamlik* dll. Asets tersebut kemudian disekuritisasi oleh *Special Purpose companies* (SPC) yang dikelola oleh Bank sebagai *the securitization vehicles*. Bila bank mengalami *mismatch* maka bank dapat menarik dana-dana melalui penjualan unit-unit penyertaan yang diterbitkan oleh SPC tersebut. Bank-bank lain termasuk Bank Sentral juga dapat membeli unit-unit penyertaan tersebut sebagai penempatan dananya. SPC dapat mengumumkan harga dari unit-unit penyertaan tersebut setiap bulan, setiap minggu atau setiap hari berdasarkan perhitungan *net asset value* yang dilakukannya, sehingga unit-unit penyertaan tersebut memiliki level likuiditas yang tinggi.

Untuk menyediakan fleksibilitas bagi Bank Syariah, SPCs akan memiliki dua *tiers* unit-unit penyertaan tersebut, yaitu :

- *Management Shares* (merupakan bagian terkecil) dan
- *Variable Participation Shares* (jumlah terbesar dari unit penyertaan)

Seorang akan tertarik menanamkan dananya pada instrumen keuangan apabila dapat diyakini bahwa instrumen tersebut dapat dicairkan setiap saat tanpa mengurangi pendapatan efektif dari investasinya. Oleh karena itu setiap instrumen keuangan harus memenuhi beberapa syarat antara lain:

- (a) Pendapatan yang baik (*good return*);
- (b) Resiko yang rendah (*low risk*);
- (c) Mudah dicairkan (*redemable*);
- (d) Sederhana (*simple*); dan
- (e) Fleksibel.

Dalam rangka memenuhi syarat-syarat tersebut, tanpa mengabaikan batas-batas yang diperkenankan oleh syariah, maka diperlukan adanya suatu *special purpose company* (selanjutnya disebut '*company*') lain sebagai *investment vehicle*, dengan fungsi sebagai berikut:

- √ Memastikan keterkaitan antara sekuritisasi dengan aktivitas produktif atau pembangunan proyek-proyek aset baru, dalam rangka penciptaan pasar primer melalui kesempatan investasi baru dan menguji kelayakan (*feasibility*)-nya. Tahap ini disebut '*transaction making*' yang didukung oleh Initial Investor.

- √ Menciptakan pasar sekunder yang dibangun melalui berbagai pendekatan yang dapat mengatur dan mendorong terjadinya konsensus perdagangan antara para dealer, termasuk fasilitas pembelian kembali (*redemption*).
- √ Menyediakan layanan kepada nasabah dengan mendirikan lembaga pembayar (*paying agent*).

Konsep ini dapat diterapkan secara lebih luas dengan pendayagunaan sumber-sumber dari lembaga-lembaga lain dan para nasabah dari Perbankan Syariah sehingga memungkinkan adanya:

- √ Penciptaan proyek-proyek besar dan penting;
- √ Para penabung kecil dan para investor berpenghasilan rendah dapat memperoleh keuntungan dari proyek-proyek yang layak (*feasible*) dan sukses dimana mereka dapat dengan mudah mencairkan kembali dengan pendapatan yang baik;
- √ Memperluas basis bagi pasar primer; dan
- √ Menjembatani kesulitan menemukan perusahaan yang bersedia ikut berpartisipasi dalam permodalan (*Joint stock companies*) dan mengutipnya di pasar.

Pertemuan dalam Konferensi Pasar Modal yang diadakan di Beirut, Libanon<sup>8</sup>, menegaskan kembali perlunya pengembangan konsep berikut pedoman lebih lanjut. Para pengembang (*developer*) dan para pengambil inisiatif memerlukan kebijakan dan prosedur Pasar Uang, terutama dalam hal jaminan pembelian kembali bagi para investor. Oleh karena itu lembaga marketing yang berkualitas juga diperlukan. Apabila semua kebutuhan tersebut dapat dipenuhi maka akan banyak instrumen-instrumen keuangan baru yang menarik, yang terkait dengan proyek-proyek produktif, yang dapat dikembangkan di Pasar Sekunder.

### *Peranan 'Company'*

Peranan utama dari '*company*' adalah sebagai pembuat transaksi (*transaction maker*). Sebagaimana kita ketahui bahwa semua lembaga keuangan berusaha memobilisasi dana-dana dari para penabung dan mempertimbangkan jalan terbaik untuk menggunakannya. Salah satu kelemahan dari tingkah laku ini adalah adanya dana-dana yang menganggur atau digunakan secara tidak layak, hanya semata-mata mengambil keuntungan dari waktu dan seringkali menanamkan dana-dana tersebut pada transaksi yang meragukan. Untuk menghindari hal itu maka diperlukan adanya inisiatif dari pembuat transaksi dengan mekanisme kerja sebagai berikut:

---

<sup>8</sup> Ibid

√ Pertama, melakukan verifikasi atas kesempatan investasi, baik secara internal (perusahaan) maupun secara eksternal (pasar). Apabila transaksi tersebut dapat diterima, maka pembuat transaksi (yang bekerja berdasarkan komisi) melakukan usaha lebih lanjut. Proyek itu akan dibeli oleh atau ditawarkan kepada *Initial Investor* dari bagian saham yang telah ditanam untuk memperoleh partisipasi dari pasar. Dengan peranan demikian maka dimungkinkan penciptaan surat-surat berharga jangka pendek. Rekening-rekening dan mekanisme investasi dapat dikembangkan untuk memungkinkan nasabah menginvestasikan dananya dalam jangka pendek, dengan pendapatan yang wajar, tanpa resiko yang berarti, dan tetap sesuai dengan syariah. Dengan jalan demikian kesempatan baik dapat diserap dari deposito jangka pendek atau rekening koran. *Treasury* dari setiap bank dapat merencanakan likuiditasnya dengan baik dengan menggunakan kesempatan dan mekanisme tersebut.

√ Kedua, untuk mengatasi kesulitan dan untuk memastikan adanya kemungkinan bagi investor untuk mencairkan kembali investasi mereka, sewaktu-waktu mereka butuhkan, tanpa mempengaruhi pendapatan efektif yang mereka harapkan, maka perusahaan dapat menerapkan program-program sebagai berikut:

1. Mendukung perjanjian perdagangan sekuritas.

Bagian saham dari '*company*' ini dapat dipertukarkan sesuai dengan perjanjian yang saling menguntungkan (*mutual agreement*). '*Company*' mensponsori dan mengawasi pertukaran. Surat-surat berharga tersebut ditransfer setelah aspek-aspek legal diselesaikan, kemudian diikuti dengan penyediaan fasilitas Pasar Sekunder, mendorong dan mendukung para dealer untuk mengambil dan memperdagangkan instrumen keuangan tersebut. '*Company*' juga memperkenalkan, untuk pertama kalinya, pelayanan penebusan surat-surat berharga (*security redemption services*).

2. Program Penebusan (*Redemption Programme*)

Penebusan dilakukan dengan harga yang berlaku pada saat transaksi pembelian kembali. Dalam hal ini diberlakukan ketentuan-ketentuan sebagai berikut:

a. Pengawasan penebusan.

Untuk mengorganisasikan transaksi pembelian kembali dan untuk memelihara hak-hak pengawasan dikembangkan peraturan-peraturan berikut:

- Nasabah memberitahukan kepada manajemen '*Company*' atau agen-agen pembelian kembali tentang keinginan mereka untuk menjual semua atau sebagian saham beberapa hari sebelumnya.
- Dalam beberapa surat berharga tertentu, harga maksimum penebusan dapat ditentukan.

- Semua persyaratan pembelian kembali dinyatakan dalam Prospektus. Tidak ada persyaratan lain yang harus ditambahkan selama jangka waktu penerbitan.
- b. Penetapan Jumlah dan Harga Pembelian Kembali:
- Periode pembelian kembali ditetapkan misalnya setiap minggu oleh suatu panitia *ad hoc*. 'Company' mengumumkan harga-harga tersebut setiap hari dan setiap harga berlaku selama seminggu;
  - Panitia yang menetapkan jumlah dan harga pembelian kembali dapat terdiri dari 'Company', agen pembelian kembali dan wakil dari pemegang saham yang memiliki bagian sedikitnya, misalnya 10% (sepuluh persen) dari nilai penerbitan;
  - Penetapan harga pembelian kembali dapat didasarkan atas pertimbangan-pertimbangan beberapa faktor sebagai berikut:
    - Faktor permintaan dan penawaran didasarkan atas indikasi-indikasi yang diperoleh dari perjanjian-perjanjian transaksi jual beli.
    - *Features* posisi keuangan riil dari surat berharga yang diterbitkan.
    - *Rate* pasar yang berlaku umum sebagai bahan perbandingan.<sup>9</sup>
- c. Agen-agen pembayaran (paying agents)

Dalam rangka mempercepat dan memudahkan perputaran transaksi instrumen keuangan, dapat didirikan agen-agen pembayaran. Fungsi ini dapat diberikan sehubungan dengan kewajiban 'company' pada saat pembelian kembali surat berharga tersebut atau pada saat pencairan akhir, terutama bila area pasar yang memperdagangkan surat-surat berharga tersebut secara geografis sangat luas. Agen pembayaran tersebut bekerja atas dasar komisi.

### 3. Bertindak sebagai *custodian*

Untuk memudahkan transfer instrumen pasar uang yang diperdagangkan, maka 'Company' bertindak sebagai *Custodian*, sehingga setiap transaksi dilakukan dapat dengan segera diikuti oleh pemindahan hak dengan menggunakan jasa 'Company'.

---

<sup>9</sup> Karena pasar uang syariah masih terbatas dan belum berlaku umum, maka biasanya calon investor selalu membandingkan dengan *rate of return* (idealnya berdasarkan atas hasil studi industri sejenis) yang terjadi di pasar keuangan konvensional.

## VII. Khatimah.

Sebagai bank komersial, Bank Syariah tidak dapat menghindari kemungkinan terjadinya posisi *mismatch* pada struktur aset dan liabilitas mereka. Untuk memanfaatkan eksekutif likuiditasnya Bank Syariah harus bisa melakukan investasi jangka pendek di Pasar uang, dan sebaliknya untuk memenuhi kebutuhan likuiditas jangka pendek karena *mismatch* Bank Syariah juga harus dapat memperolehnya di Pasar uang.

Untuk menciptakan Pasar uang yang bermanfaat bagi perbankan syariah harus diciptakan instrument pasar uang yang berbasis syariah dan diciptakan infrastruktur bagi mekanisme operasi Pasar uang Syariah.

Melalui Peraturan Bank Indonesia no.2/8/PBI/2000 tentang Pasar Uang Antarbank Syariah (PUAS) telah diciptakan instrumen yang dinamakan Sertifikat Investasi Mudharabah Anfarbank (IMA), yang dapat diterbitkan oleh Bank Syariah dalam rangka pengelolaan dana, dan dapat dibeli baik oleh Bank Syariah lain ataupun Bank Konvensional dalam rangka penanaman dana.

Penciptaan infrastruktur Pasar Uang berbasis syariah harus merupakan strategi lebih lanjut dalam rangka membuka kesempatan partisipasi dalam pasar uang syariah yang lebih luas.

*Wallahu a'lam bi shawab.*

## Daftar Pustaka

Heinz Riehl and Rita M. Rodriguez, *Foreign Exchange Market: A Guide to Foreign Currency Operations*, McGraw-Hill, Inc. 1977.

Abbas Mirakka, Executive Director, International Monetary Fund Washington, USA, *Progress and Challenges of Islamic Banking*, Review of Islamic Economics, Vol.4 No.2 (1997).

Dr. Yahia Abdul Rahman, *Islamic Instruments For Managing Liquidity*, International Journal of Islamic Financial Services, Vol.1, No. 1, April-June 1999.

Abdel Haq Al Kafsyi, *Islamic Interbank Money Market*. 2000

Saleh Kamil, *The importance of Assets and Debts Securitization in Creating Dynamic Islamic Banking Environment*, Paper presented to Labuan International Summit on Islamic Financial and Investment Instrument, Labuan, Malaysia, 16-18 June 1997