

PELAJARAN YANG DIPETIK DARI KRISIS KEUANGAN BERULANG: PERSPEKTIF EKONOMI ISLAM

*A s c a r y a*¹

Abstract

Financial crises have been repeated again and again over a long period of time since the demise of gold regime in 1915, have been temporarily subsided in the period under Bretton Woods Agreement with gold standard in 1950-1972, and have been reemerged after the collapse of Bretton Woods Agreement with higher frequency and magnitude. The recent subprime mortgage crisis in the US has spread out throughout the world threatening global meltdown. It seems that the conventional world have not really learned the lessons and have handled the crisis only partially in the symptoms without touching the root cause of the crisis. This study tries to determine the anatomy and root causes of the crisis and layout strategies to cure it using analytic descriptive and quantitative approaches under Islamic perspectives.

The study concludes that the root causes of the crisis from Islamic economic perspective can be human error and natural phenomenon uncontrollable by human. Human error can be divided into three groups, namely (1) moral decadences that trigger (2) system or conceptual flaws and (3) internal weaknesses. Conceptual system flaws include 1) excess money supply from seigniorage, fractional reserve banking system, credit card and derivatives; 2) Speculation; 3) interest system; 4) international monetary system; and 5) real and monetary sectors decoupling.

Empirical results show that riba rooted causes of financial crises (excess money supply 2.8%, interest rate 45.2%, and exchange rate 18.6%) give 66.6% share to financial crises in Indonesia, while if we substitute these three systems according to Islamic perspective (just money supply 0.7%, PLS return 2.5%, and single global currency 0.2%) will give only 3.4% share to financial crises in Indonesia, or a massive reduction of 63.2%.

JEL Classification: E44, E51, G21

Keywords: Financial Crisis, Fiat Money, Fractional Reserve, Interest, Speculation, Narrow Banking, Profit-and-Loss Sharing, Single Global Currency.

¹ Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan, Bank Indonesia, Email: ascarya@bi.go.id.

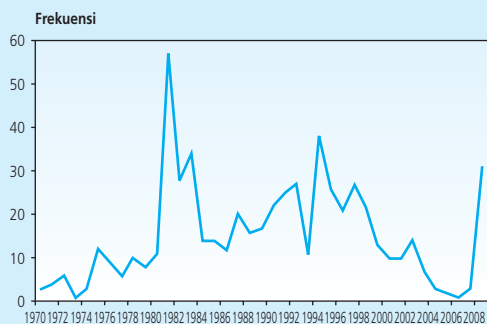
I. PENDAHULUAN

I.1 Latar belakang

Krisis keuangan telah terjadi satu demi satu sejak runtuhnya rezim standar emas pada tahun 1915. Krisis dimulai dengan terjadinya depresi di Jepang (1920), hiperinflasi di Jerman (1922-1923), dan akhirnya terwujud dalam depresi besar pada tahun 1929-1930 (Davies dan Davies, 1996). Selanjutnya, krisis keuangan menghantam Austria (krisis perbankan pada tahun 1931), Perancis (hiperinflasi pada tahun 1944-1966), Hungaria (hiperinflasi dan krisis moneter pada tahun 1944-1946), Jerman (hiperinflasi pada tahun 1945-1946), dan Nigeria (krisis perbankan pada tahun 1945-1955).

Krisis-krisis tersebut telah surut pada periode Perjanjian Bretton Woods tahun 1950-1972, dengan pengaturan moneter internasional kurs tetap yang ketat dimana Dolar AS sebagai mata uang dunia dipatok terhadap emas (satu troy ounce emas setara dengan 35 Dolar AS) sedangkan mata uang lainnya dipatok terhadap Dolar AS, dengan jaminan bahwa Dolar AS dapat ditukar dengan emas kapan saja. Era Bretton Woods ini dikenal sebagai zaman keemasan, di mana pendapatan pribadi meningkat, volume perdagangan dunia meningkat, investasi meningkat, dan stabilitas ekonomi internasional terjaga. David Felix menyatakan bahwa tidak ada jangka waktu yang panjang, di masa lalu atau sekarang yang sebanding atau sangat mirip dengan pencapaian (produksi tinggi, produktivitas tinggi, tingkat pengangguran yang rendah, dan distribusi pendapatan yang adil) pada zaman Bretton Woods.

Perjanjian Bretton Woods akhirnya runtuh pada tahun 1971, ketika secara sepihak Amerika Serikat mengakhiri konvertibilitas Dolar AS menjadi emas. AS menikmati laba *seigniorage* (penerbitan uang) yang besar dari pencetakan mata uang tanpa cadangan emas. Negara-negara



Grafik III.1
Grafik 1.1 Frekuensi Krisis Dunia

lain akhirnya mengikuti AS dengan menggunakan uang kertas dan memakai nilai tukar mengambang. Setelah runtuhnya Perjanjian Bretton Woods, krisis keuangan lebih sering lagi muncul, yang dimulai di Inggris (krisis perbankan pada tahun 1973-74), negara-negara industri (resesi mendalam pada tahun 1978-1980), negara-negara berkembang (krisis utang pada tahun 1980-1982), Amerika Serikat dan Inggris (kebangkrutan besar bursa saham pada tahun 1987), Meksiko (krisis keuangan pada tahun 1994), negara-negara Asia, Rusia, Brazil dan Argentina (krisis keuangan dan hiperinflasi 1997-1999), dan akhirnya krisis *subprime mortgage* yang sekarang terjadi di AS dan telah menyebar di seluruh dunia.

Sejak runtuhnya Perjanjian Bretton Woods, telah terjadi lebih dari 96 krisis keuangan dan 176 krisis moneter (Caprio dan Klingebiel, 1996) yang terjadi bukan karena kegagalan siklus atau manajerial, tapi karena kegagalan struktural di berbagai negara di bawah sistem regulasi yang sangat berbeda serta dalam berbagai tahap pembangunan ekonomi (Lietaer et al., 2008). Namun, solusi konvensional yang diambil hanya mengatasi gejalanya, bukan akar penyebab sistemik dari krisis. Sebuah database baru dari krisis keuangan pada periode 1970-2007 dapat ditemukan pada Laeven dan Valencia (2008) yang mencakup 395 episode krisis keuangan (krisis perbankan, krisis mata uang dan krisis utang pemerintah), termasuk 42 krisis kembar dan 10 krisis berlapis (*triple crisis*).

Tampaknya mereka belum dapat memetik pelajaran tentang cara memberantas dan/atau mengontrol krisis keuangan. Meskipun krisis terjadi berulang kali, tak satu pun dari negara-negara tersebut yang menjadi lebih kuat dan lebih stabil secara ekonomi. Pada saat krisis multi dimensi Indonesia tahun 1997-1998, inflasi melonjak hingga 77,6%, sedangkan pertumbuhan ekonomi merosot menjadi -13,2% (Hatta, 2008). Semua sektor dalam perekonomian berkontraksi secara signifikan. Sektor konstruksi berkontraksi sebesar 36,4%, sedangkan sektor keuangan berkontraksi sebesar 26,6%. Oleh karena itu, harus ada studi komprehensif dan holistik untuk menentukan anatomi rinci dan akar penyebab krisis untuk menyembuhkan krisis secara permanen dan menghindari kesalahan serupa di masa mendatang, sehingga krisis tidak akan terulang lagi.

1.2 Tujuan

Studi ini bertujuan untuk menentukan secara deskriptif anatomi rinci dan akar penyebab krisis berdasarkan perspektif konvensional dan Islam, dan mengusulkan langkah-langkah sistemik untuk memberantas dan mengontrol krisis keuangan. Selanjutnya, untuk memberikan bukti-bukti empiris, penelitian ini akan menguji secara empiris beberapa akar penyebab krisis di Indonesia.

I.3 Data dan Metodologi

Data yang digunakan dalam studi ini adalah data sekunder deret waktu triwulanan yang dikumpulkan dari berbagai instansi, khususnya Bank Indonesia dan Biro Pusat Statistik, untuk periode Januari 2002 hingga September 2008. Metodologi yang akan diterapkan adalah *Vector Auto Regression* (VAR), kemudian *Vector Error Correction Model* (VECM), jika terjadi kointegrasi. Pada bagian kualitatif studi ini, metode deskriptif analitik akan diterapkan berdasarkan data dan literatur.

II. TINJAUAN LITERATUR

II.1 Asal-usul Krisis Keuangan

Krisis keuangan berasal dari penurunan nilai mata uang logam yang menyebabkan hiperinflasi. Koin emas Romawi Aureus (7 gram emas dicampur dengan perak) dan Solidus (4,4 gram, 4,2 gramnya adalah emas) dan koin emas Byzantium sering dicampur dengan logam lain yang bernilai jauh lebih rendah untuk menciptakan *seigniorage* (laba penerbitan uang) yang diperlukan untuk sistem rasional uang pemerintah.

Pada zaman Nabi Muhammad (SAW), penurunan nilai mata uang dalam bentuk apapun dilarang keras. Penguasa Umayyah Khalifah Marwan bin al-Hakam (65-66 H/684-685 M) memerintahkan untuk memotong tangan seseorang yang memotong mata uang *Dirham* atau perak (Sanusi, 2002).

Sementara itu, poundsterling Inggris yang terdiri atas 240 keping uang perak pada abad ke-11, menjelang tahun 1666 dicetak ke lebih dari 700 sen di Royal Mint (El-Diwany, 2002). Kemudian pada abad ke-14, terjadi hiperinflasi di Mesir karena mata uang Fulus (tembaga atau perunggu) yang dicetak terlalu berlebihan oleh pemerintah. Pada masa pemerintahan Sultan Al-Dzahir Burquq (Kekaisaran Utsmaniah tahun 781 H), penggunaan perak campuran yang dicetak oleh Sultan al-Dzahir Baibras dibatalkan dan diganti dengan Fulus tembaga.

Sementara itu, setelah pembentukannya pada 1694, Bank of England (BoE) menerbitkan 'kertas kuitansi/uang' yang disokong oleh 100 persen emas atau perak dan dapat dikonversi sepenuhnya sesuai permintaan. Kemudian, BoE mengeluarkan uang kertas (*paper money / bank note*) pada rasio cadangan tertentu, sehingga pasokan uang kertas jauh melebihi emas atau perak yang mendasari. Akibatnya, terjadi dua krisis awal abad itu pada tahun 1825 dan 1837 di Inggris yang disebabkan oleh penerbitan uang kertas yang berlebihan. Pada Kekaisaran Utsmaniah tahun 1254 H, uang kertas "al-Qa'imah" dikeluarkan dan digunakan selama 23 tahun. Pada tahun 1278 H, sirkulasi al-Qa'imah ditanggguhkan karena terlalu banyak al-Qa'imah

dalam sirkulasi. Sementara itu pada tahun 1934, Dolar AS didevaluasi dari 23,22 butir emas menjadi 13,714 butir emas atas perintah Presiden Roosevelt (El-Diwani, 2002).

Terinspirasi oleh krisis di Inggris, David Hume (1711-1766 M) mengajukan teori 'inflasi menguntungkan' dengan hipotesis bahwa peningkatan persediaan uang akan meningkatkan produksi dalam jangka pendek dan tidak akan menaikkan harga sama sekali dalam jangka panjang. Namun, John Maynard Keynes (1883-1946 M) adalah 'bapak inflasi' yang pada tahun 1936 (pada karya besarnya, *The general Theory of Employment, Interest, and Money* – Teori umum Ketenagakerjaan, Suku Bunga, dan Uang) berhasil mengembangkan ide Hume menjadi model yang diformalkan atas apa yang disebut mazhab Austria sebagai 'ekonomi inflasi'. 'Ekonomi inflasi'nya, meskipun banyak dikritik oleh mazhab Austria, telah diadopsi oleh sebagian besar pemerintah dewasa ini di seluruh dunia, dan telah menyebabkan krisis keuangan berulang.

Oleh karena itu, paradigma pembangunan ekonomi yang rentan inflasi dan krisis merupakan pilihan ideologis dan politis yang disengaja dari 'rezim ekonomi' yang diadopsi oleh pemerintah untuk mendapat keuntungan dari pendapatan *seigniorage* yang diperoleh hanya dengan mencetak mata uang logam kurang nilai (*undervalued*) atau mencetak mata uang kertas tidak berharga yang berfungsi sebagai tender atau uang 'sah'.

II.2 Teori Krisis Keuangan

Secara umum, krisis ekonomi kontemporer terjadi karena satu atau kombinasi dari beberapa jenis krisis, seperti krisis perbankan, krisis nilai tukar, krisis utang pemerintah, krisis neraca pembayaran, krisis keuangan, krisis moneter, kejatuhan pasar saham, *economy bubble*, dan hiperinflasi. Krisis ekonomi dapat memicu atau dipicu oleh krisis sosial dan politik. Krisis ekonomi akan menyebabkan kontraksi ekonomi yang kemudian mengarah pada stagnasi, resesi, depresi, pengangguran, deprivasi, kelaparan, kematian, serta masalah dan ketidakstabilan ekonomi, sosial dan politik lainnya.

Krisis yang paling sering terjadi adalah berbagai jenis krisis keuangan, seperti krisis perbankan, krisis nilai tukar, dan krisis utang pemerintah. Teori yang mendasari krisis keuangan telah banyak dibahas dalam literatur ekonomi konvensional, namun belum banyak dibahas dalam literatur ekonomi Islam. Sub bab berikutnya akan membahas teori krisis keuangan berdasarkan perspektif konvensional dan ekonomi Islam.

III.2.1 Krisis Keuangan dalam Perspektif Ekonomi Konvensional

Krisis keuangan dapat terjadi dalam berbagai kondisi di mana beberapa lembaga atau aset keuangan kehilangan sebagian besar nilai-nilai mereka. Peristiwa krisis tersebut dapat

terjadi dalam bentuk kesulitan keuangan (*financial distress*), krisis kepanikan perbankan atau krisis perbankan sistemik, jatuhnya pasar saham, meledaknya penggelembungan keuangan (*financial bubble*), jatuhnya mata uang, kesulitan neraca pembayaran, kegagalan pelunasan utang pemerintah, atau kombinasi dari dua peristiwa atau lebih.

a. Jenis Krisis Keuangan

Jenis krisis keuangan dalam literatur ekonomi konvensional termasuk krisis mata uang atau krisis neraca pembayaran/BOP, krisis perbankan, krisis utang pemerintah, dan jatuhnya pasar saham/aset. Pada kenyataannya, krisis keuangan di sebuah negara terdiri dari dua atau lebih jenis yang terjadi secara bersamaan atau secara berturut-turut.

1. Krisis mata uang atau Krisis BOP

Krisis mata uang atau krisis BOP terjadi ketika nilai mata uang terdepresiasi dengan cepat², sehingga melemahkan kemampuannya untuk berfungsi sebagai alat tukar atau penyimpan nilai, karena kelebihan permintaan mata uang asing (biasanya dalam Dolar AS atau Euro) yang tidak dapat dipenuhi oleh cadangan devisa negara. Jika negara mengadopsi rezim kurs tetap, pemerintah dipaksa untuk mendevaluasi mata uangnya dan/atau mengadopsi rezim kurs mengambang. Para pembeli mata uang asing biasanya adalah para investor asing yang mencoba mengungsikan aset atau modal mereka ke tempat yang aman, yang menjadikan neraca pembayaran negara beroperasi dalam keadaan yang benar-benar defisit. Contoh krisis mata uang adalah krisis Peso pada tahun 1994 di Meksiko, krisis keuangan Asia (Thailand, Malaysia, Indonesia dan Korea) pada tahun 1997, krisis keuangan Rusia pada tahun 1998, dan krisis keuangan di Brazil dan Argentina pada tahun 1999.

2. Krisis Perbankan

Krisis perbankan terjadi ketika suatu bank komersial mengalami penarikan dana secara tiba-tiba (atau *bank run*) oleh banyak deposannya. *Bank run* dapat terjadi karena bank komersial beroperasi berdasarkan sistem perbankan cadangan fraksional, di mana bank dapat memberi pinjaman lebih dari deposito yang diterima dan bank memperpanjang pinjaman dalam jangka panjang tapi menerima deposito dalam jangka pendek, sehingga selalu ada ketidaksesuaian jatuh tempo. Krisis perbankan sistemik terjadi ketika *bank run* meluas. Jika *bank run* tidak meluas, namun bank-bank enggan untuk memperpanjang pinjaman, situasi ini disebut *credit crunch* (krisis kredit). Selain itu, dalam banyak kasus krisis perbankan sistemik adalah kesadaran umum bahwa lembaga-lembaga keuangan penting secara sistemik berada dalam kesulitan (Laeven dan Valencia, 2008). Contoh krisis-krisis perbankan adalah krisis perbankan di AS pada tahun 1931, krisis perbankan di Nigeria

² Laeven dan Valencia (2008) mendefinisikan krisis mata uang sebagai depresiasi nominal mata uang sedikitnya 30 persen yang juga sedikitnya 10 persen peningkatan pada tingkat depresiasi dibandingkan dengan tahun sebelumnya.

pada tahun 1945-1955, krisis perbankan di Inggris pada tahun 1973-1974, krisis keuangan Asia pada tahun 1997-1998, *bank run* di Northern Rock pada tahun 2007, dan runtuhnya Bear Stearns pada tahun 2008.

3. **Gagalnya Pembayaran Utang Pemerintah**

Gagalnya pembayaran utang pemerintah (*sovereign debt default*) terjadi ketika sebuah negara gagal untuk membayar utang kepada negara-negara lain (utang bilateral) atau lembaga-lembaga internasional (utang multilateral). Gagalnya pembayaran utang pemerintah biasanya diikuti dengan pembebasan utang dan/atau restrukturisasi utang dan/atau penjadwalan ulang utang. Contoh jenis krisis ini mencakup krisis utang LDC pada tahun 1980, krisis utang Polandia pada tahun 1980, dan krisis utang di Meksiko pada tahun 1982 (diikuti oleh Argentina, Brazil dan Venezuela).

4. **Jatuhnya Pasar Saham/Aset**

Jatuhnya pasar saham/aset terjadi ketika harga saham atau aset keuangan lain yang terlalu tinggi (*overvalued price*) turun drastis dalam waktu singkat. *Overvalued price* berarti harga aset melebihi nilai dari pendapatan yang akan datang. Aset diperdagangkan dengan nilai inflasi. Dengan kata lain terdapat penggelembungan harga (*price bubble*) aset yang mau tidak mau pasti meledak. Situasi ini terjadi ketika para pelaku pasar memilih untuk mencari keuntungan modal daripada dividen, yang artinya pelaku pasar bukanlah investor yang sebenarnya, tetapi hanya spekulan. Beberapa contoh jenis krisis ini adalah Wall Street Crash pada tahun 1929, jatuhnya pasar saham di Amerika Serikat dan Inggris pada tahun 1987, jatuhnya pasar saham global di banyak negara pada tahun 2008.

Krisis keuangan disebut krisis kembar ketika krisis perbankan dan krisis mata uang terjadi secara bersamaan atau berturut-turut, sementara krisis keuangan disebut krisis berlapis (*triple crisis*) ketika krisis perbankan, krisis mata uang dan krisis utang pemerintah terjadi secara bersamaan atau berturut-turut (Laeven dan Valencia, 2008). Krisis keuangan Indonesia pada tahun 1997-1998 adalah contoh *triple crisis*, yang merupakan kombinasi dari krisis mata uang, krisis perbankan, jatuhnya pasar saham, diikuti dengan gagalnya pembayaran utang negara pada tahun 1999.

Ketika krisis keuangan menyebar dari satu negara ke negara tetangga lainnya (efek penularan), hal itu disebut krisis keuangan regional. Ketika krisis keuangan menyebar dari satu negara ke negara lain secara luas di bagian lain dunia, hal itu disebut krisis keuangan global. Hal ini dapat terjadi karena sistem keuangan global yang terpadu dan tanpa batas, sehingga pergerakan aset keuangan dari satu negara ke negara lain dapat dilakukan tanpa adanya penghalang. Krisis keuangan Asia pada tahun 1997-1998 adalah contoh krisis keuangan regional yang dimulai dengan jatuhnya Baht Thailand dan diikuti oleh jatuhnya Ringgit Malaysia, Rupiah

Indonesia, Peso Filipina, dan Won Korea. Sementara itu, krisis *subprime mortgage* di AS pada tahun 2007, yang telah menyebar ke berbagai negara maju dan berkembang di seluruh dunia sampai hari ini, menjadi contoh krisis keuangan global.

Krisis keuangan yang melanda sektor keuangan dapat diisolasi pada sektor keuangan saja dan tidak mempengaruhi sektor ekonomi lainnya, seperti jatuhnya pasar saham pada tahun 1987 di Amerika Serikat. Namun, dalam banyak kasus, krisis keuangan diyakini berdampak pada penurunan pertumbuhan ekonomi suatu negara, yang artinya krisis keuangan telah menyebar ke sektor lain, terutama sektor riil, karena bank tidak mampu memberikan pinjaman atau pembiayaan untuk kegiatan produktif. Selain itu, penurunan permintaan agregat akibat penurunan daya beli, pengangguran meningkat akibat kebangkrutan usaha, dan seterusnya, yang pada akhirnya krisis keuangan tersebut mengarahkan pada krisis ekonomi yang lebih luas. Krisis keuangan berkepanjangan tidak hanya akan memperlambat pertumbuhan ekonomi, tetapi juga akan menyebabkan pertumbuhan ekonomi menjadi mandek (*stagnasi*). Selain itu, krisis keuangan bisa menyebabkan resesi dan bahkan depresi. Krisis keuangan global pada tahun 1929-1930 disebut *Great Depression* (depresi besar) karena menyebabkan depresi ekonomi di banyak negara di berbagai belahan dunia. Sementara itu, krisis keuangan global yang sedang terjadi telah menyebabkan resesi di banyak negara.

b. Teori

Teori krisis keuangan dalam perspektif ekonomi konvensional pada umumnya memandang krisis dari perspektif makro, yang dikembangkan dari model generasi pertama, model generasi kedua, dan model generasi ketiga. Teori-teori alternatif lainnya termasuk teori sistem dunia, teori Minsky, permainan koordinasi, model penggiringan (*herding*) dan model pembelajaran (*learning*).

Model generasi pertama memandang krisis keuangan berasal dari krisis mata uang atau krisis neraca pembayaran, yang disebabkan oleh ketidakseimbangan makroekonomi karena fundamental ekonomi yang lemah. Berdasarkan model ini, runtuhnya rezim kurs tetap disebabkan oleh kebijakan fiskal yang tidak berkelanjutan. Model ini pertama kali dikemukakan oleh Krugman (1979) dan kemudian oleh Flood dan Garber (1984), yang memasukkan optimasi konsumen dan batasan anggaran antarwaktu pemerintah. Dalam rezim kurs tetap, pemerintah harus menetapkan jumlah persediaan uang tetap sesuai dengan kurs tetap. Persyaratan ini akan sangat membatasi kemampuan pemerintah untuk meningkatkan pendapatan *seigniorage* dari pencetakan uang kertas. Oleh karena itu, jika pemerintah terus-menerus mengalami defisit primer, pemerintah harus menggunakan cadangan devisa atau terus melakukan pinjaman. Dalam jangka panjang, hal ini tidak memungkinkan, sehingga pemerintah harus mencetak

lebih banyak uang, yang akan mengakibatkan runtuhnya rezim kurs tetap. Model ini tidak bisa menjelaskan krisis keuangan Asia di mana meskipun fundamental ekonominya sehat, negara-negara ini masih mengalami krisis.

Model generasi kedua dikembangkan berdasarkan pada kelemahan model generasi pertama dan mengusulkan peran sentral ekspektasi dan kegagalan koordinasi antar kreditur, sehingga krisis dapat terjadi tanpa memandang terhadap kesehatan fundamental ekonomi. Model ini pertama kali dipaparkan oleh Obstfeld dan Rogoff (1986). Ketika investor meragukan apakah pemerintah mau mempertahankan pengendalian (*peg*) kursnya, model ini biasanya akan menunjukkan beberapa kesetimbangan (*equilibria*), sehingga serangan spekulatif karena prediksi yang terpenuhi dengan sendirinya (*self-fulfilling prophecies*) dapat dibuat. Artinya, alasan investor menyerang mata uang adalah karena mereka mengharapkan investor lain menyerang mata uang tersebut. Ali (2007) menyebutkan bahwa dalam konteks krisis perbankan hal itu berarti tanpa memandang posisi kesanggupan (*solvent*) suatu bank (atau sektor perbankan secara keseluruhan) jika peristiwa acak dapat secara negatif mengubah ekspektasi kolektif dari para deposan (misalnya, para kreditur) maka dapat mempercepat *bank run* pada bank dan pada sistem perbankan. Dengan demikian, terdapat berbagai fundamental ekonomi di mana jenis krisis likuiditas murni ini dapat terjadi. Kekurangan model-model ini ada pada perspektif kebijakan dalam dua hal. Pertama, model-model ini tidak memprediksi mengapa dan kapan krisis kemungkinan akan terjadi karena model ini didasarkan pada beberapa peristiwa acak yang menghasilkan koordinasi ekspektasi yang mendadak. Kedua, model-model ini tidak memberitahukan apa yang harus kita lakukan untuk mengendalikan krisis.

Model generasi ketiga diciptakan berdasarkan kelemahan dari model generasi kedua dengan mendefinisikan ulang fundamental secara lebih luas dengan menyertakan insentif dan kebijakan mikro. Beberapa model lain memungkinkan interaksi antara fundamental ekonomi dan keyakinan sehingga krisis dipicu oleh kedua faktor tersebut yang bekerja sama bukan oleh salah satunya secara sendiri-sendiri (Ali, 2007). Model generasi ketiga menekankan pada efek neraca yang terkait dengan devaluasi. Ide dasarnya adalah bank-bank dan perusahaan-perusahaan di negara berkembang memiliki ketidaksesuaian (*mismatch*) mata uang eksplisit dalam neracanya karena mereka melakukan pinjaman dalam mata uang asing dan memberikan pinjaman dalam mata uang lokal. Bank-bank dan perusahaan-perusahaan tersebut menghadapi risiko kredit karena pendapatan mereka terkait dengan produksi barang yang tidak diperdagangkan yang harganya, yang dievaluasi dalam mata uang asing, jatuh setelah devaluasi. Bank-bank dan perusahaan-perusahaan tersebut juga terkena guncangan likuiditas karena membiayai proyek-proyek jangka panjang dengan pinjaman jangka pendek (Craig, dkk., 2007).

II.2.2 Krisis keuangan dalam Perspektif Ekonomi Islam

Dalam perspektif ekonomi Islam, krisis ekonomi bisa terjadi ketika keseimbangan dalam sektor ekonomi dan para pemangku kepentingan terganggu karena pelanggaran hukum Tuhan, terutama dalam bentuk *riba* (bunga), *maysir* (judi dan permainan untung-untungan atau spekulasi), *gharar* (ketidakpastian yang berlebihan), kontrol harga, manipulasi, informasi asimetris, keadilan distributif, keadilan, keserakahan, *maslahah*, dll. dalam berbagai bentuk. Sektor keuangan merupakan bagian dari ekonomi yang mendukung sektor riil sehingga kegiatan ekonomi (terutama dalam produksi dan perdagangan) dapat berjalan dan berkembang lancar tanpa hambatan.

a. Krisis Keuangan pada Era Sebelumnya

Krisis keuangan jarang terjadi pada zaman Islam pada masa Nabi Muhammad SAW, pada pemerintahan Empat khalifah, Kekaisaran Umayyah, Kekaisaran Bani Abbasiyah, dan Kekaisaran Utsmani. Meskipun demikian, ada beberapa episode krisis keuangan selama era-era tersebut. Krisis keuangan yang paling terkenal dicatat oleh Al-Maqrizi (766-845 H/1364-1442 M) di Mesir pada abad ke-14. Krisis ini dipicu oleh terlalu banyaknya cetakan mata uang tembaga yang disebut Fulus oleh pemerintah masa itu. Hasilnya, terjadi kenaikan harga komoditas pada tingkatan yang kita disebut sebagai 'hiperinflasi'. Krisis keuangan ini berkaitan erat dengan penurunan nilai mata uang logam yang menyebabkan kenaikan harga.

Berdasarkan kejadian ini dan kejadian lainnya, Al-Maqrizi merumuskan penyebab krisis sebagai suatu yang alamiah dan kesalahan manusia. Penyebab alamiah meliputi bencana alam seperti gempa bumi, tanah longsor, gunung berapi, topan, tornado, banjir, tsunami, dll. yang mengakibatkan langkanya pasokan komoditas, dan kemudian akan menyebabkan kenaikan harga. Kegiatan ekonomi dan transaksi menjadi lambat atau bahkan terhenti, yang pada akhirnya akan menyebabkan kelaparan, wabah penyakit, dan kematian. Selain itu, bahkan setelah bencana berlalu, harga bisa terus meningkat karena terhentinya produksi yang terjadi sebelumnya. Akibatnya, harga produk dan jasa lainnya juga akan meningkat, termasuk gaji dan upah.

Kesalahan manusia yang menyebabkan krisis termasuk korupsi dan manajemen yang buruk, pajak yang berlebihan, dan terlalu banyak uang yang beredar. Perlu diketahui bahwa pada saat ini, tidak ada bunga dan tidak ada uang hampa (*fiat money*). Namun, penyebab krisis paling menonjol adalah kelebihan persediaan uang yang beredar karena cetakan mata uang logam yang terlalu banyak.

Al-Maqrizi melangkah lebih jauh untuk menganalisa dampak krisis terhadap tujuh kelompok masyarakat. Kelompok pertama adalah pemegang kekuasaan atau birokrat yang menerima pendapatan nominal yang lebih tinggi. Mereka tidak benar-benar terkena dampak krisis walaupun banyak pendapatan riil dan daya beli mereka turun secara signifikan. Kelompok kedua adalah konglomerat atau orang kaya yang memiliki pendapatan nominal tinggi. Mereka hanya sedikit terpengaruh oleh krisis karena penurunan aset mereka. Kelompok ketiga adalah pengusaha menengah atau profesional yang memiliki pendapatan menengah sampai tinggi. Mereka hampir tidak terkena dampak krisis karena gaji mereka juga meningkat sejalan dengan kenaikan harga. Kelompok keempat adalah petani, yang dapat dibagi menjadi dua kelompok, yaitu pemilik pertanian dan pekerja pertanian. Pemilik pertanian mendapat dampak positif dari krisis karena kenaikan nilai aset. Pekerja pertanian sangat terpengaruh dan sangat menderita akibat krisis karena peningkatan pendapatan mereka tidak setara dengan kenaikan harga. Kelompok kelima termasuk *fuqaha* (akademisi), guru, murid dan tentara yang memiliki pendapatan tetap. Kelompok ini paling terpengaruh dan menderita akibat krisis. Kelompok keenam termasuk para buruh kasar dan pembantu, sementara kelompok ketujuh mencakup orang yang malang dan pengemis. Kedua kelompok tersebut, yang memiliki pendapatan terendah, adalah yang paling menderita akibat krisis, sehingga banyak dari mereka yang mati kelaparan.

Contoh lain dari krisis keuangan terjadi selama Kekaisaran Utsmani pada tahun 1839 M. Pada saat ini, uang kertas "al-Qa'imah" dikeluarkan sebagai mata uang resmi. Kemudian, pemerintah semakin banyak mencetak uang kertas untuk membiayai pengeluarannya, sehingga mau tak mau harga komoditas meningkat yang mengarahkan pada krisis. Setelah 23 tahun digunakan, al-Qa'imah akhirnya dihentikan pada tahun 1862 M karena terlalu banyak al-Qa'imah yang beredar demi memulihkan diri dari krisis. Solusi yang diambil oleh pemerintah tepat pada akar penyebab krisis, sehingga krisis tidak akan terulang lagi di masa mendatang.

b. Teori

Dalam perspektif ekonomi Islam, krisis keuangan bisa terjadi bila keseimbangan pada sektor keuangan dan para pemangku kepentingan terganggu akibat pelanggaran hukum Allah dalam banyak bentuk. Hukum Allah (prinsip kardinal) dalam ekonomi dan keuangan dapat diringkas sebagai berikut (Zabswari, 1984, dimodifikasi).

- Kekuasaan milik Allah (*Al-Malikal Mulk*) dan Dia adalah yang Mutlak (*Ash-Shamad*). Pemilik dari semua hal yang ada (*Al-Maalik*) (QS Ali Imran [3]: 26, QS Ibrahim [14]: 2, QS Al-Mulk [67]: 1);

- Manusia adalah wakil-Nya di bumi tapi bukan pemilik yang sebenarnya (QS Al-Baqarah [2]: 30, QS Faathir [35]: 39);
- Hal-hal duniawi yang dimiliki atau diperoleh manusia merupakan berkat dari Allah, oleh karena itu saudara-saudara yang kurang beruntung memiliki hak andil dalam kekayaan saudaranya, seperti kewajiban **zakat**;
- Menjauhkan diri dari pemborosan dan hidup mewah;
- Kekayaan tidak boleh ditimbun;
- Kekayaan harus selalu berada dalam sirkulasi (beredar);
- Eksploitasi ekonomi dari jenis apapun telah dihapus, seperti *riba* dan *maysir*;
- Meniadakan perbedaan besar pada kondisi ekonomi individu, sehingga menghilangkan konflik kelas, dengan membagi harta seseorang setelah kematiannya di antara para ahli waris;
- Menetapkan tanggung jawab wajib dan sukarela tertentu pada individu-individu yang memiliki kekayaan yang besar bagi anggota masyarakat miskin (**zakat, infaq, Shadaqah, wakaf**, dll.).

Sementara itu, Obaidullah (2005) menjabarkan rincian etika sistem keuangan Islam yang harus dipenuhi sebagai berikut.

- Kebebasan dalam kontrak, yang artinya suatu kontrak tidak akan sah apabila melibatkan unsur paksaan pada salah satu pihak;
- Bebas dari *Riba* (bunga), yang artinya tidak ada hadiah untuk hanya karena preferensi waktu saja. Hadiah, laba atau manfaat harus selalu menyertai tanggung jawab atau risiko;
- Bebas dari *gharar* (ketidakpastian yang berlebihan), yang artinya melakukan kontrak dalam kondisi ketidakpastian yang berlebihan tidak dibolehkan;
- Bebas dari *Al-Qimar* (judi) dan *Al-maysir* (spekulasi atau penghasilan tanpa kerja), yang artinya melakukan kontrak dalam kondisi ketidakpastian yang berlebihan (*gharar*) adalah serupa dengan perjudian (*al-qimar*), dan spekulasi asal-asalan (*uninformed speculation*) dalam bentuk terburuknya juga serupa dengan perjudian (*al-qimar*). Islam secara eksplisit melarang keuntungan yang dibuat dari permainan untung-untungan, yang melibatkan pendapatan tanpa kerja (*Al-maysir*);
- Bebas dari kontrol dan manipulasi harga, yang artinya harga ditentukan oleh kekuatan permintaan dan penawaran. Tidak boleh ada campur tangan dalam proses pembentukan harga bahkan oleh regulator. Syaratnya, kekuatan permintaan dan penawaran harus asli dan bebas manipulasi artifisial.
- Hak untuk bertransaksi dengan harga yang adil, yang artinya harga merupakan hasil dari permainan bebas kekuatan permintaan dan penawaran tanpa adanya intervensi atau manipulasi.

- Hak untuk mendapatkan informasi yang sama, memadai dan akurat, yang artinya tidak boleh ada informasi asimetris, tidak ada penyembunyian, dan tidak ada informasi yang merugikan salah satu pihak;
- Bebas dari *darar* (kerugian), yang artinya tidak ada pihak ketiga yang dirugikan oleh kontrak dua belah pihak;
- Kerjasama dan solidaritas bersama, yang artinya setiap orang harus membantu satu sama lain dalam melakukan kebaikan dan kebenaran, dan tidak boleh membantu satu sama lain dalam dosa dan permusuhan (QS Al-Maidah [5]; 2);
- *Maslahah Mursalah* (kepentingan umum yang tidak terbatas), yang artinya perhatian tentang kepatuhan pada norma-norma etika Islam mendominasi semua perhatian lainnya. Kepentingan individu tidak boleh mendominasi atau berada di atas kepentingan umum.

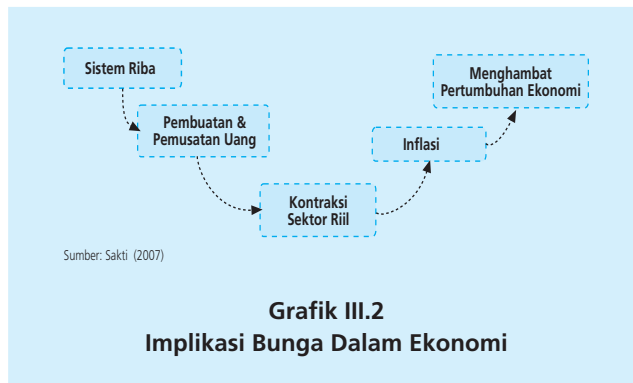
Iqbal (tanpa tahun) menambahkan uang sebagai modal potensial, yang artinya uang menjadi modal sebenarnya hanya ketika uang bergabung dengan sumber daya lain untuk melakukan kegiatan produktif.

Riba (Bunga)

Riba adalah prinsip sentral dari sistem Islam, yang secara harfiah berarti “kelebihan” dan ditafsirkan sebagai “setiap peningkatan modal yang tidak dibenarkan baik dalam bentuk pinjaman atau penjualan”. Lebih tepatnya, semua nilai positif, tetap, dan telah ditentukan yang terkait dengan tanggal jatuh tempo dan jumlah pokok (yaitu, dijamin tanpa memperhatikan kinerja investasi) dianggap riba dan dilarang. Konsensus umum di kalangan cendekiawan Islam menyatakan bahwa riba tidak hanya mencakup bunga uang berlebih (*usury*) tetapi juga pengenaan “bunga” seperti yang telah dipraktikkan secara luas (Iqbal, tanpa tahun).

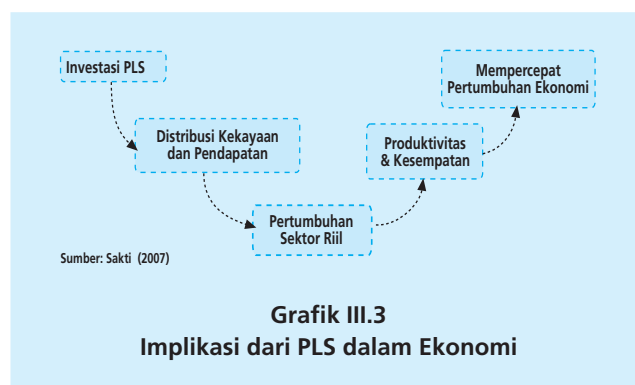
Beberapa ilmuwan, seperti Bernard Lietaer dan Tareq el-Diwany mengidentifikasi beberapa dampak negatif dari bunga (Meera, 2004), yaitu: 1) Bunga mengharuskan pertumbuhan ekonomi tanpa henti meskipun standar kehidupan yang sebenarnya tetap konstan; 2) Bunga mendorong persaingan di antara pelaku ekonomi, dan 3) Bunga memusatkan kekayaan di tangan minoritas kecil dengan mengenakan pajak pada kaum mayoritas. Secara komprehensif, Meera (2004) menjelaskan dampak sistem moneter konvensional yang dapat menyebabkan krisis perbankan, masalah-masalah ekonomi, dan kekacauan politik karena hancurnya uang.

Dalam ekonomi konvensional, sistem bunga (*riba*), uang hampa (*fiat money*), sistem perbankan cadangan fraksional, uang sebagai komoditas, dan bolehnya spekulasi menyebabkan penciptaan uang (uang kertas dan uang bank) dan pemusatan uang di sektor moneter untuk mendapatkan keuntungan yang lebih tinggi dengan sedikit atau tanpa risiko. Akibatnya, uang



atau investasi yang harusnya disalurkan kepada sektor riil untuk tujuan produktif sebagian besar malah mengalir ke sektor moneter dan menghambat pertumbuhan, dan bahkan mengurangi besarnya sektor riil. Penciptaan uang tanpa penambahan nilai akan menyebabkan inflasi. Pada akhirnya, tujuan pertumbuhan ekonomi akan terhambat (baca Grafik III.2).

Alternatif sistem bunga dalam keuangan dan ekonomi Islam adalah sistem pembagian laba-rugi (PLS). Sistem zakat, sistem PLS dan larangan spekulasi akan mempercepat kegiatan investasi untuk sektor riil untuk tujuan produktif. Hal ini akan menjamin distribusi kekayaan dan pendapatan serta pertumbuhan di sektor riil. Peningkatan produktivitas dan kesempatan untuk bekerja dan melakukan usaha akhirnya akan mempercepat pertumbuhan ekonomi, dan karena itu, kesejahteraan sosial akan tercapai (baca Grafik III.3).



Dalam era modern, riba tidak hanya ada pada bunga, tetapi juga muncul pada bentuk-bentuk canggih lainnya, seperti uang hampa (*fiat money*), perbankan cadangan fraksional, kartu kredit, derivatif, dll.

- Fiat Money (Uang Hampa)

Fiat Money (uang hampa) adalah sesuatu (biasanya dalam bentuk kertas atau koin) yang diakui sebagai alat tukar yang sah dalam yurisdiksi atau negara tertentu, meskipun tidak memiliki nilai atau cadangan (*back-up*) yang setara dengan nilai nominalnya. Penerbitan uang hampa menciptakan daya beli baru dari sesuatu yang tidak berharga. Oleh karena itu, uang hampa memberikan manfaat yang tidak adil, biasanya dikenal sebagai *seigniorage* (laba penerbitan uang), bagi otoritas penerbit uang. Penciptaan manfaat tanpa adanya nilai sebanding (*'iwad*) dalam hal risiko kepemilikan (*ghurmi*), nilai tambah (*ikhtiyar*), atau kewajiban (*Daman*) dikategorikan sebagai riba oleh Ibnu Arabi.

Dalam sistem ekonomi di mana uang hampa digunakan, lembaga yang diberi wewenang untuk mengeluarkan uang (biasanya bank sentral, otoritas moneter, departemen keuangan, atau lembaga yang ditunjuk lainnya) mendapatkan keuntungan *seigniorage* ini. Akibatnya, daya beli agregat uang akan berkurang (dalam bentuk inflasi) yang setara dengan persentase uang baru yang ditambahkan (dikeluarkan) dalam perekonomian. Pihak yang menderita kerugian adalah seluruh penduduk yang memegang uang ini. Contohnya, jika biaya pencetakan sebesar Rp. 100.000, biayanya sebesar Rp. 2.000, maka keuntungan *seignioragenya* sebesar Rp. 98.000.

Sementara itu, uang dalam Islam adalah uang dengan bentuk nyata/penuh (uang, dalam bentuk emas atau perak, yang memiliki nilai intrinsik setara dengan nilai nominal) atau uang yang disokong secara penuh (uang, biasanya dalam bentuk kertas atau koin, yang nilai nominalnya disokong 100 persen setara dengan emas yang disimpan oleh yang otoritas penerbit. Dalam penerbitan uang baru ini, tidak ada daya beli baru yang tercipta (tidak ada *seigniorage*), sehingga tidak ada riba di dalamnya. Selain itu, dalam proses pencetakan uang baru, biaya pencetakan adalah tanggung jawab pemerintah, sehingga tidak ada pihak yang menderita kerugian finansial.

Dalam sistem ekonomi Islam yang menggunakan uang Islam, lembaga yang diberi kewenangan untuk mengeluarkan uang tidak mendapatkan keuntungan *seigniorage*, bahkan lembaga tersebut harus bertanggung jawab atas biaya cetak. Jumlah uang yang ditambahkan (dikeluarkan) dalam ekonomi sejalan dengan pertumbuhan nilai tambah ekonomi, sehingga ekonomi Islam secara umum tidak memiliki sifat inflasi dan cenderung stabil. Oleh karena itu, nilai dinar (emas) dan dirham (perak) relatif selalu stabil. Contohnya, harga domba selalu sekitar 1-2 dinar, dan harga ayam selalu sekitar satu dirham. Dengan uang semacam ini orang tidak harus menanggung kerugian akibat penurunan daya beli (inflasi) seperti pada penggunaan uang hampa (*fiat money*).

Penggunaan uang hampa hanya akan memberi manfaat pada negara-negara yang besar dan maju, seperti Amerika Serikat dengan dolar dan Uni Eropa dengan Euro, dimana mata uang mereka digunakan secara luas di seluruh dunia. Dengan uang hampa mereka, mereka mampu menyedot kekayaan dari negara-negara kecil dan berkembang lain yang memiliki sumber daya alam yang melimpah dan menukarnya dengan kertas yang tidak memiliki nilai intrinsik. Contohnya, dengan biaya hanya US\$ 1 untuk mencetak uang kertas US \$100, maka laba *seigniorage* yang diperoleh AS dari penggunaan mata uangnya oleh masyarakat dunia akan sangat besar. Sedangkan, penggunaan uang Islam akan menjadikan transaksi yang adil, dan semua negara berada dalam peringkat yang sama. Selain itu, Mahmud Abu Saud dalam bukunya "*Interest Free Banking*" (Perbankan Bebas Bunga) (1976) menyatakan bahwa jika kita tidak membakukan uang kita dan menstabilkan nilainya, perekonomian yang sehat dan baik tidak dapat tercapai. Hanya dengan standar emas (dinar) dan perak (dirham) uang itu dapat distabilkan.

- Perbankan Cadangan Fraksional

Sistem perbankan cadangan fraksional artinya bank diharuskan menyimpan cadangan hanya pada persentase tertentu dari deposito yang dikerahkan. Persyaratan cadangan minimum bank bervariasi antara 5% - 20%. Dengan sistem ini, bank memiliki kemampuan untuk menciptakan jenis lain dari uang hampa (*fiat money*), yaitu uang bank (giro, uang elektronik), melalui berbagai pembuatan deposito. Dalam hal ini, uang tercipta ketika bank memberikan pinjaman. Contohnya, jika cadangan minimum yang diharuskan adalah sebesar 10%, deposito Rp 1 juta, pertama, akan dicatat sebagai 'Deposito' dari segi kewajiban dan 'Cadangan' kas dari segi aset. Kedua, karena persyaratan cadangan hanya 10%, bank dapat memberikan pinjaman sebanyak Rp 9 juta, sehingga total deposito menjadi Rp 10 juta. Transaksi ini digambarkan di bawah ini.

Neraca 1			
Cadangan	1 Jt	Deposito	1 Jt
Neraca 2			
Cadangan	1 Jt	Deposito	1 Jt
Pinjaman	9 Jt	Deposito (pinjam an)	9 Jt

Rumus penciptaan deposit berganda dapat dituliskan sebagai berikut (Meera, 2004):

$$D = 1/r \times R,$$

Dimana, D = perubahan total deposito; r = rasio cadangan minimum (misalnya, 10%); dan R = perubahan dalam cadangan (misalnya, deposito baru Rp 1 juta). Dalam contoh ini, deposito Rp 1 juta dapat membuat uang baru (deposito) sembilan kali dari nilai aslinya, Rp 9 juta, sehingga total deposito menjadi Rp 10 juta. Oleh karena itu, sistem perbankan cadangan fraksional juga memberikan keuntungan *seigniorage* yang tidak adil kepada pihak bank yang berwenang untuk menciptakan uang bank baru. Ingat bahwa penciptaan keuntungan tanpa nilai sebanding dianggap sebagai riba oleh Ibnu Arabi. Akibatnya, pembuatan uang bank juga akan membuat daya beli agregat uang menurun (dalam bentuk inflasi) yang setara dengan persentase uang bank baru yang diciptakan oleh bank. Pihak yang menderita kerugian dengan penciptaan uang bank baru, sekali lagi, adalah seluruh penduduk yang memegang uang ini.

Sementara itu, sistem perbankan cadangan 100 persen tidak memberi peluang bagi bank untuk membuat uang (bank) baru, karena cadangan 100 persen harus disetorkan kembali ke bank sentral. Suatu bank hanya dapat memberikan pinjaman sebanyak deposito asli. Oleh karena itu, tidak akan ada daya beli baru yang tercipta (dan tidak ada *seigniorage*), sehingga tidak ada riba di dalamnya, tidak ada efek inflasi, dan tidak ada pihak yang menderita kerugian.

Contohnya, deposito Rp 1 juta, pertama, akan dicatat sebagai 'Deposito' pada segi kewajiban dan 'Cadangan' kas pada segi aset. Kedua, karena persyaratan cadangan adalah 100%, bank hanya dapat memberikan pinjaman sebesar Rp 1 juta, sehingga pada segi aset, 'Cadangan' menjadi 'Pinjaman' Rp 1 juta. Transaksi ini dapat digambarkan sebagai berikut.

Neraca 1			
Cadangan	1 Jt	Deposito	1 Jt
Neraca 2			
Pinjaman	1 Jt	Deposito	1 Jt

Maysir (Permainan Untung-Untungan Atau Spekulasi)

Al-Quran melarang melakukan kontrak dalam kondisi ketidakpastian dan perjudian (*qimar*). Dua kata, ketidakpastian dan perjudian bukanlah hal yang sama, meskipun saling terkait. Ketidakpastian sama dengan *gharar* dan dalam kondisi seperti itu, pertukaran atau kontrak menjadi judi. Sangat menarik untuk dicatat di sini bahwa keberatan utama para ilmuwan

kontemporer terhadap kontrak *forward*, berjangka, dan opsi adalah kontrak-kontrak tersebut hampir selalu diselesaikan hanya pada selisih harga saja. Oleh karena itu, kontrak-kontrak tersebut lebih digunakan sebagai alat perjudian daripada sebagai alat manajemen risiko (Obaidullah, 2005).

Perjudian dilarang bukan hanya karena hal itu adalah permainan untung-untungan dengan spekulasi yang tidak rasional dan tak berdasar. Judi juga dilarang karena tidak memberikan dampak yang produktif bagi perekonomian, sehingga tidak meningkatkan penawaran agregat pada produk dan jasa di sektor riil. Larangan ini serupa dengan larangan penimbunan komoditas yang akan mengurangi penawaran agregat. Oleh karena itu, larangan *maysir* secara ekonomi menyiratkan bahwa kegiatan investasi harus berkorelasi dengan sektor riil untuk meningkatkan penawaran agregat.

Di era modern, *maysir* tidak hanya muncul dalam perjudian, tetapi juga hadir dalam bentuk-bentuk canggih lainnya, seperti perdagangan aset finansial/saham untuk mendapatkan keuntungan modal, kontrak *forward*, berjangka, dan opsi, produk derivatif (seperti *Credit Default Swap*), dll.

II.3 Studi Sebelumnya dalam Perspektif Ekonomi Konvensional

Ada begitu banyak makalah yang membahas tentang krisis keuangan dalam perspektif konvensional, khususnya setelah terjadinya krisis, secara lokal, regional maupun global. Literatur konvensional yang membahas kronologi krisis sejak Depresi Besar ditulis oleh Davies dan Davies (1996), sedangkan database terbaru krisis keuangan pada periode 1970-2007 ditulis oleh Laeven dan Valencia (2008), yang mencakup 395 episode krisis keuangan (krisis perbankan, krisis mata uang dan krisis utang pemerintah), termasuk 42 krisis kembar dan 10 *triple crisis*. Ada banyak literatur yang membahas krisis keuangan Asia, seperti Kaminsky dan Reinhart (1999), Lindgren dkk. (1999), McKibbin dan Martin (1999), Dooley (2000), Barro (2001), Kawai dkk. (2001), Caprio dan Klingebiel (2002), Allayannis dkk. (2003), Kaminsky dkk. (2003), Claessens dkk. (2004), Eichengreen (2004), Hanson (2005), Goldstein (2005), Caprio (2005), dan Caprio dkk. (2005). Ada juga beberapa literatur yang membahas krisis keuangan di Indonesia, seperti Kenward (2002) dan Batunanggar (2002). Selain itu, literatur yang membahas krisis keuangan global saat ini yang dipicu oleh krisis *subprime mortgage* di AS juga telah ditulis oleh banyak penulis, seperti Caprio dkk. (2008), Chailloux dkk. (2008), dan Reinhart dan Rogoff (2008). Selain itu, diskusi konvensional mengenai krisis yang menawarkan paradigma baru dijabarkan oleh Lietaer dkk. (2008).

Tabel III.1
Ringkasan Krisis Keuangan Penting

Negara	Tahun Krisis	Jenis Krisis	NPL (%)	Biaya (% PDB)	Kerugian (% PDB)	Pertumbuhan Min (%)
Amerika Selatan:						
Argentina	2001	Sistem Perbankan, Utang, Mata Uang	20,1	9,6	42,7	-10,9
Bolivia	1994	Sistem Perbankan	6,2	6,0	0,0	4,4
Brazil	1994	Sistem Perbankan, Utang R,	16,0	13,2	0,0	2,1
Chili	1981	Sistem Perbankan, Mata Uang, Utang	35,6	42,9	92,4	-13,6
Kolombia	1998	Sistem Perbankan	4,1	5,0	15,1	0,9
Rep, Dominika	2003	Sistem Perbankan, Mata Uang, Utang	9,0	22,0	15,5	-1,9
Ekuador	1998	Sistem Perbankan, Mata Uang, Utang	40,0	21,7	6,5	-6,3
Meksiko	1994	Sistem Perbankan, Mata Uang	18,9	19,3	4,2	-6,2
Nikaragua	2000	Sistem Perbankan	12,7	13,6	0,0	0,8
Paraguay	1995	Sistem Perbankan	8,1	12,9	0,0	0,4
Uruguay	2002	Sistem Perbankan, Mata Uang, Utang	36,3	20,0	28,8	-11,0
Venezuela	1994	Sistem Perbankan, Mata Uang	24,0	15,0	9,6	-2,3
Asia:						
Indonesia	1997	Sistem Perbankan, Mata Uang, Utang	32,5	56,8	67,9	-13,1
Korea	1997	Sistem Perbankan, Mata Uang	35,0	31,2	50,1	-6,9
Malaysia	1997	Sistem Perbankan, Mata Uang	30,0	16,4	50,0	-7,4
Filipina	1997	Sistem Perbankan, Mata Uang	20,0	13,2	0,0	-0,6
Thailand	1997	Sistem Perbankan, Mata Uang	33,0	43,8	97,7	-10,5
Vietnam	1997	Sistem Perbankan, Utang R,	35,0	10,0	19,7	4,8
Negara lain:						
Cina	1998	Sistem Perbankan	20,0	18,0	36,8	7,6
Jepang	1997	Sistem Perbankan	35,0	14,0	17,6	-2,0
Rusia	1998	Sistem Perbankan, Mata Uang, Utang	40,0	6,0	0,0	-5,3
Turki	2000	Sistem Perbankan, Mata Uang	27,6	32,0	5,4	-5,7
Ukraina	1998	Sistem Perbankan, Mata Uang, Utang	62,4	0,0	0,0	-1,9

Sumber: Laeven dan Valencia (2008)

Ringkasan mengenai krisis-krisis penting di Amerika Selatan, Asia, dan negara-negara lain dapat dibaca pada tabel III.1. Secara umum, *triple crisis* lebih parah daripada krisis kembar atau krisis tunggal. Tercatat bahwa *triple crisis* di Chili pada tahun 1981 telah menyebabkan kerugian output yang paling besar. Sementara itu, Ukraina adalah negara yang berhasil meminimalkan kerugian *triple crisis* pada tahun 1998. Selain itu, negara-negara yang pernah dilanda krisis adalah Australia, Austria, Barbados, Belgia, Belize, Bhutan, Brunei, Kanada, Denmark, Perancis, Jerman, Hong Kong, Luksemburg, Mauritius, Belanda, Singapura, dan Swiss.

Sementara itu, krisis keuangan global yang sedang berlangsung, mulai dari krisis *subprime mortgage* AS pada bulan Agustus 2007 yang telah menyebar ke lebih dari 25 negara di berbagai belahan dunia sejak September 2008, pada dasarnya mirip dengan krisis keuangan sebelumnya (Reinhart dan Rogoff, 2008). Pada masa krisis ini, negara-negara yang belum pernah terkena

krisis keuangan tidak dapat menghindari penularannya, seperti Belanda, Perancis, Jerman, dan Singapura.

Menurut Caprio et al. (2008), sumber utama krisis adalah insentif politik dan birokrasi kontradiktif yang merongrong efektivitas regulasi dan pengawasan keuangan di setiap negara di dunia. Salah satunya adalah inovasi instrumen keuangan yang mengarah pada perilaku pergeseran risiko yang lebih rumit, namun kurang transparan. Pada dasarnya, ada banyak pelajaran yang dapat dipetik dari krisis berulang yang terjadi sebelumnya. Namun, mereka gagal untuk belajar dari kesalahan masa lalu. Azis (2008) berpendapat bahwa akar penyebab krisis adalah ketidakseimbangan global dalam rekening lancar, investasi-tabungan dan ekspor-impor. Arus masuk modal di negara-negara surplus menyebabkan penggelembungan harga aset (*asset price bubble*) yang pastinya mengakibatkan krisis perbankan sistemik.

Saat ini langkah-langkah untuk mengatasi krisis masih terbatas pada pembendungan krisis dan secara fundamental tidak banyak berubah, seperti: a) menyuntikkan likuiditas atau *bailout* (dana talangan); b) menurunkan suku bunga; c) ekspansi fiskal; d) membentuk lembaga pengelola aset untuk membeli *toxic asset* (aset bermasalah); e) membeli saham aset baik dengan uang tunai atau surat berharga; f) mengambil alih kepemilikan dan nasionalisasi; g) menjaminan pinjaman antar bank; h) jaminan penuh (*blanket guarantee*) atau menaikkan asuransi deposito; i) menutup bursa sementara; j) melarang *short-selling* (penjualan kosong); k) mengandalkan permintaan domestik; l) memberikan insentif untuk eksportir (Azis, 2008; Chailloux dkk., 2008; Depkominfo, 2008). Sedangkan program reformasi untuk mengakhiri krisis yang diusulkan oleh Caprio dkk. (2008): 1) reformasi kreditur, di mana kompensasi bagi pegawai kredit harus dikaitkan dengan kinerja jangka panjang daripada keuntungan jangka pendek; 2) Reformasi *Credit Rating Organization* (CRO), yang menggabungkan para agen dan akuntabilitasnya; 3) Reformasi Sekuritisasi; 4) Reformasi Akuntansi; 5) Meningkatkan Akuntabilitas Pemerintah; 6) Revisi Basel II menjadi Basel III baru karena manajemen risiko telah begitu banyak berubah.

Sementara itu, Lietaer dkk. (2008) mengamati bahwa hasil krisis keuangan global yang sedang berlangsung bukan dari kegagalan siklus atau manajerial, tetapi dari kegagalan struktural, terutama dalam sistem uang dan moneter. Bagian dari buktinya adalah krisis keuangan berulang sejak runtuhnya perjanjian Bretton Woods dengan frekuensi yang meningkat dan besar, dan kejatuhan tersebut terjadi bahkan di bawah sistem peraturan yang sangat berbeda serta dalam berbagai tahap pembangunan ekonomi. Laeven dan Valencia (2008) mencatat adanya 395 krisis selama 1970-2007, termasuk 42 krisis kembar dan 10 *triple crisis*. Namun, sejauh ini solusi konvensional yang diterapkan hanya berurusan dengan gejalanya, bukan penyebab sistemik, seperti *bailout* (dana talangan), nasionalisasi dll. Demikian pula, re-regulasi keuangan yang akan ada pada agenda politik semua orang akan, paling banter, mengurangi frekuensi

krisis tersebut, tetapi tidak menghindari terjadinya kembali krisis. Rekomendasi mereka adalah implementasi mata uang komplementer sebagai pembayaran parsial dari pajak dan *business-to-business* (B2B) yang berjalan sejajar dengan mata uang nasional untuk meningkatkan ketersediaan uang dalam fungsi utamanya sebagai alat tukar, bukan untuk tabungan atau spekulasi. Selain itu, mata uang ini jelas dirancang untuk menghubungkan sumber daya yang tidak terpakai dengan kebutuhan yang tidak terpenuhi dalam suatu masyarakat, wilayah atau negara.

II.4 Studi Sebelumnya dalam Perspektif Ekonomi Islam

Di sisi lain, literatur krisis keuangan dalam perspektif Islam tidak sebanyak yang dapat ditemukan pada perspektif konvensional. Beberapa literatur pada krisis keuangan Asia termasuk Hasan (2002) dan Hasan (2003) yang membahas krisis keuangan di Malaysia, serta Garcia dkk. (2004) yang membahas krisis keuangan di Asia. Sementara itu, Al-Jarhi (2004) menganalisa krisis perbankan di Turki, sedang Ali (2007) membahas krisis perbankan secara umum. Selain itu, literatur yang membahas keuangan global saat ini terbatas, seperti studi yang dilakukan oleh Siddiqi (2008). Namun, ada banyak literatur dalam bentuk artikel dan makalah pendek, seperti Harahap (2008), Idris (2008), Iqbal (2008), Izhar (2008), Sakti (2008), Sanrego dan Ali (2008), Thomas (2008), dan Shodiq (2008).

Ringkasan literatur mengenai akar penyebab krisis keuangan dan solusi alternatif mereka berdasarkan perspektif ekonomi Islam dapat dibaca pada tabel III.2. Dari literatur ekonomi Islam, dapat disimpulkan bahwa akar penyebab krisis keuangan adalah kesalahan manusia dan fenomena alam yang tidak dalam dikendalikan oleh manusia. Kesalahan manusia dapat dibagi menjadi tiga kelompok, yaitu (1) kemerosotan moral yang menjadi pemicu (2) cacat sistem atau konseptual dan (3) kelemahan internal.

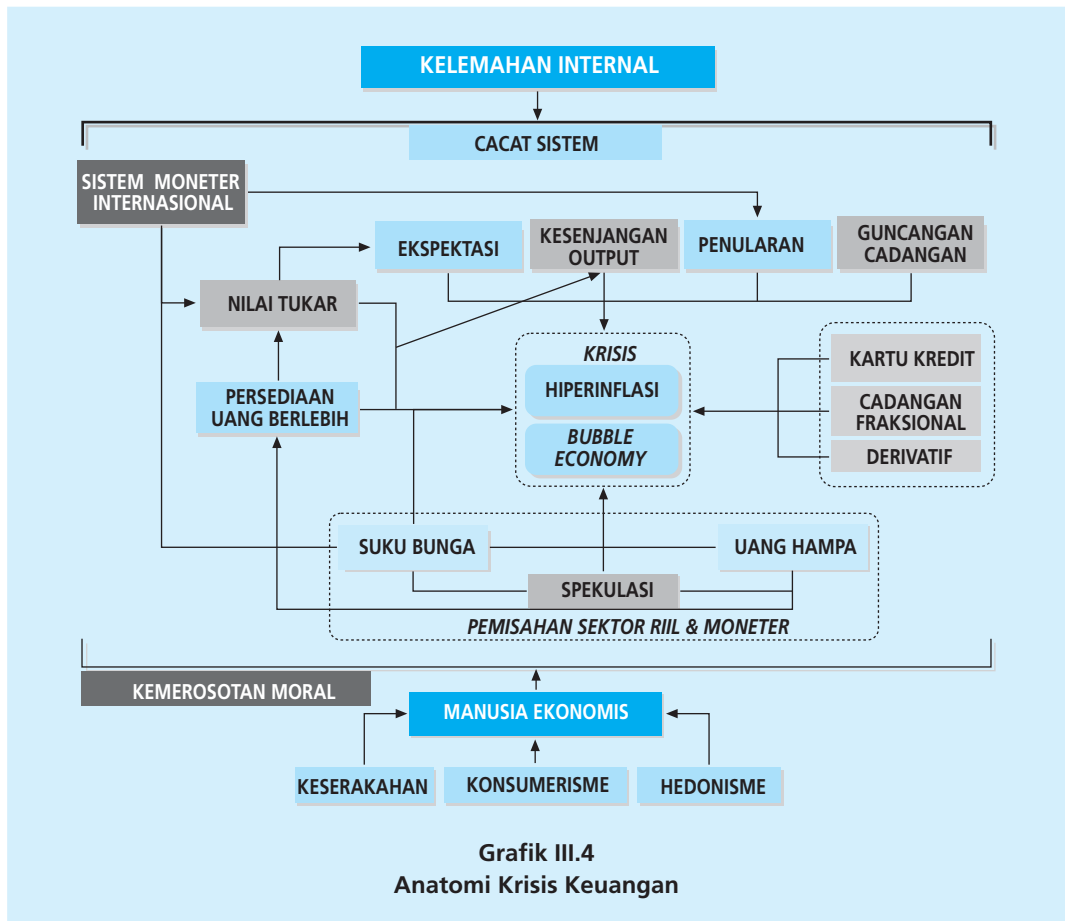
Tabel III.2
Akar Penyebab Krisis Keuangan Dan Solusi Alternatif

Penulis	Akar Penyebab	Solusi	
		Jangka Pendek	Jangka Panjang
Hasan (2002, 2003)	Sistem Bunga Spekulasi Perbankan Cadangan Fraksional Sistem Moneter Hampa (<i>Fiat Monetary System</i>)	Sistem Bebas Bunga Pelarangan	<i>Narrow Banking</i> + Likuiditas Sistem Moneter Emas
Garcia dkk. (2004)	Perbankan Cadangan Fraksional Kredit Berbasis Bunga	Pembiayaan Berbasis Ekuitas	<i>Narrow Banking</i>
Al-Jarhi (2004)	Perbankan Cadangan Fraksional Kredit Berbasis Bunga	Keuangan Komoditi dan PLS Pembiayaan Berbasis Ekuitas	<i>Narrow Banking</i>
Ali (2006/2007)	Kredit Berbasis Bunga Pengelolaan Internal Lemah Pembiayaan yang Tidak Hati-Hati Pengelolaan Krisis yang Buruk Ukuran Kecil Dewan Direksi/ staf yang tidak kompeten <i>Dual Banking System</i> (terselenggaranya dua sistem perbankan) Akses Likuiditas Imitasi Produk Bank Konv.	Rencana Pengelolaan Krisis Menciptakan Asosiasi Bank Islam Dewan Direksi/staf yang kompeten	Perlu adanya stabilitas kedua bank
Ali (2007)	Faktor-faktor makroekonomi Faktor-faktor mikroekonomi Eksternal Faktor-faktor mikroekonomi Internal	Akses mudah pada Likuiditas Bank Islam tidak boleh meniru produk Bank Konv.	
Siddiqi (2008)	Runtuhnya Moral (Keserakahan, Hedonisme) Sistem Bunga Spekulasi Pemindahan Risiko Pembuatan Uang	Sistem Bebas Bunga Pelarangan Pembagian Risiko Pelarangan	

Catatan: **Narrow Banking** = Sistem Perbankan Cadangan 100 Persen (untuk giro). **Faktor-faktor makroekonomi** meliputi semua situasi makro. **Faktor-faktor mikroekonomi eksternal** meliputi masalah pengawasan, infrastruktur yang tidak memadai, kebijakan liberalisasi keuangan, campur tangan politik, risiko moral karena asuransi deposito, kurangnya transparansi, penipuan dan korupsi. **Faktor-faktor mikroekonomi internal** meliputi strategi perbankan, penilaian kredit yang buruk, mengambil eksposur tingkat suku bunga atau nilai tukar, konsentrasi pinjaman, masuk dalam wilayah aktivitas baru, kegagalan kendali internal, kegagalan operasional lainnya.

III. AKAR PENYEBAB KRISIS KEUANGAN

Berdasarkan tinjauan literatur pada Bab 2, resep untuk menyembuhkan krisis keuangan biasanya hanya menyentuh gejala dan tidak pernah menyentuh akar penyebab sistemik yang sebenarnya, sehingga kita tidak pernah benar-benar menyingkirkan krisis. Oleh karena itu, strategi utama yang harus diambil untuk menyembuhkan krisis haruslah menghilangkan akar penyebab sistemiknya secara bertahap, seperti dapat dilihat pada Grafik III.4. Studi ini akan berfokus pada cacat sistem atau konseptual.



Cacat sistem ekonomi dapat dikelompokkan dalam lima kelompok, yaitu 1) kelebihan uang beredar; 2) spekulasi; 3) sistem bunga; 4) sistem moneter internasional, dan 5) *decoupling* sektor riil dan moneter. Kelima cacat sistem ini menyebabkan krisis muncul kembali berulang kali, karena sebagian besar ekonom menganggap bahwa sistem ini bukanlah akar permasalahan dari krisis, sehingga tidak pernah ada solusi yang diarahkan pada masalah ini.

1. Kelebihan Persediaan Uang

Kelebihan persediaan uang yang beredar adalah akibat dari pembuatan uang berlebih dan penciptaan daya beli artifisial. Pembuatan uang berlebih termasuk pencetakan uang hampa (*seigniorage*) dan pembuatan uang bank melalui perbankan cadangan fraksional (pengganda uang), sedangkan penciptaan daya beli artifisial termasuk kartu kredit dan batas pemberian kredit. Selain itu, penciptaan uang juga terjadi di pasar keuangan dengan produk derivatif multi level. Kelebihan uang yang beredar terbukti menjadi penentu utama inflasi di sebagian besar negara, termasuk Indonesia (Ascarya, 2008).

Sistem perbankan cadangan fraksional dapat benar-benar menciptakan uang baru beberapa kali lipat (pengganda uang) tanpa cadangan aset. Misalnya, rasio aset terhadap modal yang dimiliki Lehman Brothers dan Goldman Sachs masing-masing adalah 30 dan 26, sebelum mereka berdua menghilang. Beberapa bank Eropa bahkan memiliki *leverage* yang lebih tinggi: BNP Paribas di 32; rasio *leverage* Dexia dan Barclays diperkirakan sekitar 40; UBS di 47; dan Deutsche Bank meraih 83 (Lietaer dkk., 2008). Sementara itu, jauh sebelum itu pada tahun 1937, Lord Josiah Stamp, mantan direktur Bank of England, menggambarkan kekuatan bank dengan bunga sebagai senjata (Sakti, 2007).

“Sistem perbankan modern membuat uang dari sesuatu yang tidak berharga. Proses ini mungkin merupakan jenis sulap paling mengejutkan yang pernah diciptakan. Perbankan disusun dari ketidaksetaraan dan dilahirkan dalam dosa. Bankir menguasai dunia; coba rebut dunia dari mereka, tetapi tinggalkan mereka dengan kekuatan untuk menciptakan kredit, dan dengan coretan pena saja, mereka mampu menciptakan cukup uang untuk membelinya kembali. Jika Anda rela menjadi budak dari para bankir, dan membayar biaya perbudakan Anda sendiri, maka biarkan saja bank menciptakan uang.”³

Kartu kredit pada dasarnya adalah pencipta daya beli instan bagi pemegang kartu, yang sebenarnya tidak memiliki daya beli sama sekali. Kemudahan untuk mendapatkan kartu kredit (satu orang dapat memperoleh beberapa kartu kredit sekaligus) mengarahkan pada pinjaman kartu kredit yang luar biasa besar di hampir setiap negara. Pinjaman kartu kredit bermasalah (*non-performing credit card loan*) diduga dapat menjadi ancaman baru bagi negara-negara yang menderita krisis keuangan, terutama Amerika Serikat.

Produk derivatif adalah pencipta uang baru di pasar keuangan yang digambarkan sebagai piramida utang terbalik, yang berdiri di atas basis ramping dari kekayaan riil, di mana aset asli/cadangan yang kecil yang berada di bagian bawah telah berkembang beberapa kali lipat sebagai produk derivatif di bagian atas, sehingga keruntuhannya tak dapat terelakkan. Kegagalan *subprime mortgage* di Amerika Serikat adalah contoh yang jelas dari hal tersebut.

2. Spekulasi

Sistem ekonomi kapitalis saat ini sangat bergantung pada psikologi spekulasi, terutama di pasar keuangan, karena sistem ini memperkenankan produk dan transaksi yang mendorong spekulasi. Keterbatasan ini tidak pernah dianggap sebagai cacat mendasar, sehingga tidak pernah ada kebijakan untuk mengekang kegiatan spekulatif.

3 Lord J. Stamp, Public Address in Central Hall, Westminster, 1937.

Aktivitas spekulatif pada dasarnya merupakan *zero-sum game* (situasi dimana keuntungan yang diperoleh oleh satu pihak merupakan kerugian yang sama jumlahnya di pihak lain) yang mendorong perilaku pergeseran risiko yang tidak dapat menghasilkan nilai tambah yang nyata. Hal ini berbeda dari pembagian risiko dalam kegiatan investasi riil yang dapat menghasilkan nilai tambah. Kegiatan spekulasi di pasar modal dan pasar uang terjadi ketika pemilik modal mengharapkan laba instan dari laba modal, *short-selling* (penjualan kosong), penyalahgunaan lindung nilai, derivatif, dll. Karena hal-hal tersebut di atas merupakan *zero-sum game* (Anda mengalami kerugian sebesar jumlah yang saya dapatkan), tidak ada nilai tambah dalam ekonomi, tidak seperti kegiatan perdagangan atau investasi yang didasarkan pada pembagian risiko.

Pasar modal adalah tempat di mana investor (unit pengeluaran surplus) bertemu pengusaha (unit pengeluaran defisit). Namun, peraturan dan regulasi membuat kegiatan investasi dan spekulatif dapat dilakukan, sehingga sulit untuk membedakan antara investor riil dan spekulatif. Perkiraan pesimistis menyatakan bahwa 95 persen investor sebenarnya adalah spekulatif. Inovasi produk dan transaksi canggih mendorong perilaku spekulatif dan pergeseran risiko.

3. Sistem Bunga

Sistem bunga merupakan salah satu akar penyebab krisis keuangan. suku bunga tetap dan yang ditetapkan (tingkat laba) sebelum kegiatan ekonomi dimulai akan mendikte pasar dan mengarahkan pada perilaku pasar yang menyimpang dari tujuan alaminya. Suku bunga harus mencerminkan tingkat produktivitas modal dalam proses ekonomi. Namun, hal itu tidak pernah terjadi, sehingga selalu ada kesenjangan antara tingkat suku bunga yang telah ditetapkan dan produktivitas aktual yang mengarahkan pada distorsi pasar. Sistem Bunga adalah pergeseran risiko sistematis sehingga selalu ada ketidakadilan di dalamnya. Ketika semua pelaku pasar tidak mau berbagi risiko (yang secara alami melekat pada setiap bisnis dan keuntungannya), bagaimanapun, seseorang akan menjadi korban dari sistem. Sementara itu, sistem kredit mendikte pasar untuk berperilaku tidak wajar. Penentuan awal suku bunga pada dasarnya memberikan jaminan keuntungan bagi salah satu pihak terhadap peristiwa-peristiwa masa depan yang tidak dapat diprediksi. Bunga yang telah ditetapkan (baik tinggi atau rendah) akan memaksa pasar untuk memberikan laba positif (di atas biaya modal), sedangkan produktivitas riil bisa lebih tinggi atau lebih rendah daripada biaya modal, sehingga usaha dapat memperoleh keuntungan atau menderita kerugian. Ketika kesenjangan ini muncul, pasar akan bereaksi negatif (Sakti, 2008). Selain itu, berbeda dengan pandangan ekonomi konvensional umum, telah terbukti bahwa tingkat suku bunga adalah salah satu penentu utama inflasi di Indonesia (Ascarya, 2009).

Sejak lama, beberapa ekonom Barat telah mengkritik sistem bunga dengan mekanisme kreditnya yang menyebabkan masalah perangkap utang bagi banyak negara berkembang dan maju. Akibatnya, selalu ada penggelembungan dalam pertumbuhan ekonomi yang dicapai dan tidak pernah mencerminkan produktivitas dan kesejahteraan nyata. *Bubble economy* ini seperti bom waktu yang akan meledak pada waktu tertentu di masa depan dalam bentuk krisis. Barbeton dan Lane (1999) dalam Sakti (2007) telah meramalkan terjadinya krisis yang akan menimpa negara-negara maju.

“Kredit dan pasar modal telah tumbuh terlalu cepat, dengan terlalu sedikitnya transparansi dan akuntabilitas. Bersiaplah akan adanya ledakan yang mengguncang sistem keuangan barat sampai ke akar-akarnya.”

Lebih lanjut, sistem bunga sebenarnya telah dilarang sejak lama dalam ajaran-ajaran Yahudi (Exodus 22:25, Deuteronomy 23: 19, Leviticus 35:7, Lucas 6: 35), ajaran-ajaran Kristen (Lucas 6:34-35, pendapat imam awal pada dekade I-XII, pendapat para ilmuwan Kristen pada dekade XII-XV, pendapat para reformis Kristen pada dekade XVI-1836) dan juga ajaran-ajaran Yunani yang disampaikan oleh Plato (427-347 SM) dan Aristoteles (384-322 SM). Akhirnya, sistem bunga (riba atau *usury*) dilarang dalam ajaran Islam melalui Al-Qur'an secara bertahap, dimulai pada QS Ar-Rum [30]: 39, QS An-Nisaa [4]: 161, QS Ali Imran [3] :130-132 dan QS Al-Baqarah [2] :275-279 (Ascarya, 2007).

4. Sistem Moneter Internasional

Sistem moneter internasional saat ini didasarkan pada beberapa uang hampa (*fiat money*) dari setiap negara di dunia dengan nilai mengambang dan tanpa cadangan aset riil. Oleh karena itu, setiap negara mendapatkan keuntungan *seigniorage* dari pencetakan mata uang nasional yang dibebankan pada semua orang sebagai pemegang uang dalam bentuk daya beli yang menurun (atau inflasi). Negara seperti Amerika Serikat mendapatkan keuntungan *seigniorage* yang sangat besar, karena mata uangnya digunakan secara internasional. Kondisi ini mengakibatkan inflasi dan ketidakadilan, terutama bagi negara-negara kecil dengan mata uang yang tidak dapat dikonversi. Semakin banyak suatu mata uang digunakan sebagai pembayaran internasional, semakin banyak keuntungan *seigniorage* negaranya. Sebaliknya, negara dengan mata uang yang tidak dapat dikonversi (negara-negara berkembang, negara-negara kecil dan negara-negara miskin) hanya bisa menikmati *seigniorage* di tingkat nasional. Sementara itu, penciptaan uang melalui sistem perbankan telah menjadikan abad ke-20 sebagai salah satu abad dengan inflasi tertinggi dalam catatan sejarah, inflasi jelas sekali bukanlah masalah yang spesifik pada proses penerbitan uang oleh pemerintah (Lietaer dkk., 2008). Selain itu, nilai tukar telah terbukti menjadi salah satu penentu utama inflasi di beberapa negara, termasuk Indonesia (Yanuarti dan Hutabarat, 2006; Ascarya, 2009).

Nilai suatu mata uang relatif stabil bila disokong oleh emas. Tapi, jika mata uang tidak lagi disokong oleh emas, nilainya akan terdepresiasi dengan cepat. Sebuah penelitian yang dilakukan oleh Profesor Roy Frestem dari Universitas Berkeley menyimpulkan bahwa dalam rentang waktu 400 tahun hingga tahun 1976, nilai harga emas masih relatif stabil, bahkan sedikit lebih tinggi (Sanrego dan Ali, 2008). Pada tahun 1800, harga emas setara dengan 19,39 Dolar AS per *troy ounce*, sementara sebelum runtuhnya Perjanjian Bretton Woods pada tahun 1971, harga emas setara dengan 35 Dolar AS per *troy ounce*. Tetapi pada tahun 2004, harga emas telah melonjak menjadi 455,75 Dolar AS per *troy ounce*, dan pada akhir tahun 2008 telah melonjak lagi menjadi 769,40 Dolar AS per *troy ounce*. Artinya nilai Dolar AS stabil dalam jangka waktu yang panjang saat disokong oleh emas, tetapi merosot dengan cepat jika tidak disokong oleh emas. Kondisi ini berlaku pada uang hampa lainnya.

5. Decoupling Sektor Riil dan Moneter

Dalam sejarah ekonomi, entitas utama ekonomi selalu merupakan kegiatan produktif barang dan jasa di sektor riil di mana uang berfungsi sebagai media pertukaran. Munculnya dan meluasnya sistem bunga di mana uang sebagai komoditas dan suku bunga sebagaimana harganya, pasar keuangan baru muncul sejalan dengan pasar utama barang dan jasa di sektor riil, seperti pasar modal, pasar uang, pasar obligasi dan pasar derivatif. Karena pasar keuangan memberikan tingkat laba tetap dan ditentukan sebelumnya, uang/modal yang awalnya diinvestasikan di sektor riil, mengalir dengan cepat ke sektor keuangan (yang tidak menghasilkan nilai tambah riil), sehingga jumlah modal yang terpusat pada sektor keuangan telah melebihi puluhan kali lipat dari jumlah pada sektor riil (yang dapat menghasilkan nilai tambah riil). Sektor keuangan, yang awalnya berfungsi sebagai entitas untuk mendukung sektor riil, telah dikembangkan sebagai sektor yang terpisah yang memiliki produk dan harga sendiri. Oleh karena itu, Sakti (2007) berpendapat bahwa perekonomian mau tak mau didikotomisasi (secara sadar atau tidak sadar) menjadi dua aktivitas utama, yaitu aktivitas riil dan aktivitas moneter (juga dikenal sebagai dikotomi klasik).⁴ Konsekuensi dari kesalahan alokasi sumber daya ini mengakibatkan kurangnya modal untuk pertumbuhan di sektor riil, sedang hal itu mengakibatkan sektor keuangan bertumbuh secara artifisial dengan banjir modal dalam bentuk gelembung perekonomian, yang pada akhirnya akan terkoreksi dan meledak dalam bentuk krisis keuangan. Selanjutnya, dikotomi akan meningkatkan kesenjangan antara si kaya dan si miskin.

⁴ Kondisi ini diperkuat oleh teori-teori moneter pemikiran klasik, yang pada dasarnya menyatakan bahwa kebijakan moneter untuk mengontrol uang yang beredar tidak akan mempengaruhi sektor riil. Ekspansi uang yang beredar hanya akan meningkatkan harga, sedang hasil tidak akan meningkat.

Keyakinan yang mengatakan bahwa sektor keuangan merupakan sektor mandiri dalam ekonomi bisa saja salah, karena dikotomi telah menghasilkan kesenjangan yang besar antara sektor riil dan keuangan. Sektor keuangan harus berfungsi sebagai agen untuk mendukung pertumbuhan ekonomi melalui kegiatan sektor riil. Akibatnya, semua elemen dan instrumen di sektor keuangan harus dipelihara dan dilindungi untuk sepenuhnya mendukung kegiatan sektor riil. Oleh karena itu, kecenderungan adanya penggelembungan berulang di sektor keuangan dapat dihindari.

IV. BUKTI EMPIRIS

Bab ini akan menyajikan beberapa bukti empiris dari akar penyebab utama krisis keuangan di Indonesia. Tiga penyebab utama adalah bunga, kelebihan uang, dan nilai tukar, sedangkan tiga alternatif pengganti adalah keuntungan PLS (sebagai pengganti bunga), uang yang tepat (sebagai pengganti kelebihan uang), dan satu mata uang global atau emas (sebagai pengganti beberapa mata uang atau kurs), sebagaimana disajikan pada Grafik III.5.



IV.1 Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam studi ini adalah data sekunder deret waktu bulanan yang diperoleh dari Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia Bank Indonesia (SEKI-BI), Statistik Perbankan Syariah Bank Indonesia (SPS-BI), untuk periode Januari 2002 sampai November 2008.

IV.2 Variabel dan Definisi Operasional

Variabel yang digunakan dalam studi ini dan definisi operasionalnya adalah sebagai berikut.

- a. Inflasi CPI (**INF**) adalah indeks inflasi CPI bulanan yang diperoleh dari SEKI-BI.

- b. Kelebihan persediaan uang yang beredar dari pembuatan uang dan kredit atau *fiat money* (**FM**) adalah M2 bulanan - data konsumsi diperoleh dari SEKI-BI.
- c. Suku bunga (**IR**) adalah tingkat pinjaman modal kerja 1-bulan yang dihitung bulanan dari bank konvensional yang diperoleh dari SEKI-BI.
- d. Berbagai sistem mata uang atau nilai tukar (**EXC**) adalah nominal nilai tukar Rupiah terhadap Dolar AS yang diperoleh dari SEKI-BI.
- e. Persediaan uang yang tepat atau uang yang diperlukan dalam perekonomian dalam perspektif Islam (**JM**) adalah suatu M0 intrinsik ekuilibrium yang dikira-kira oleh konsumsi bulanan data yang diperoleh dari SEKI-BI.
- f. Laba PLS (**RS**) adalah tingkat pengembalian (laba) investasi dari bank Islam yang diwakili oleh *tingkat setara* dari laba deposito berjangka *Mudharabah* yang sebenarnya atau investasi yang diperoleh dari bank Islam yang telah berkembang dan Statistik Perbankan Syariah Bank Indonesia (SPS-BI).
- g. Mata uang global tunggal atau harga emas (**GOLD**) adalah indeks harga emas internasional yang diperoleh dari Indeks Harga Energi SEKI-BI.

Dalam model ini, hanya akar utama penyebab krisis keuangan yang dimasukkan. Model konvensional memasukkan kelebihan persediaan uang dari penciptaan uang dan kredit (FM), suku bunga (IR), dan beberapa sistem mata uang atau nilai tukar (EXC). Sementara itu, model Islam menggantikan kelebihan persediaan uang (FM) dengan persediaan uang tepat (IM), suku bunga (IR) dengan laba PLS (RS), dan nilai tukar (EXC) dengan mata uang global tunggal (GOLD).

Kekurangan model ini adalah tidak semua variabel (akar penyebab krisis keuangan) yang dimasukkan dalam model. Kelemahan lain dari model ini adalah variabel pengganti model Islam (yaitu JM, RS, dan Gold) tidak kebal dari kontaminasi model konvensional, karena JM dan Gold adalah data konvensional yang akan digunakan sebagai *proxy*, sementara RS masih didominasi dan dipengaruhi oleh suku bunga, karena pangsa perbankan Islam di Indonesia masih sangat kecil yakni 2,2%. Selain itu, esensi/kualitas JM dan FM murni (M0 intrinsik vs M0 token), di mana JM tidak diciptakan dari sesuatu yang tidak berharga sementara FM diciptakan dari sesuatu yang tidak berharga, tidak ditangkap oleh *proxy*, yakni M0 dan konsumsinya.

IV.3 Metode Perkiraan

Uji empiris ini dapat dilakukan dengan menggunakan *Vector Auto Regression* (VAR), kemudian *Vector Error Correction Model* (VECM), jika terjadi kointegrasi. VAR adalah persamaan n - dengan variabel endogen n -, di mana setiap variabel dijelaskan oleh *lag*-nya sendiri, serta nilai sekarang dan nilai dulu dari variabel endogen lainnya dalam model. Oleh karena itu,

dalam konteks ekonometri modern, VAR dianggap sebagai deret waktu multivariat yang memperlakukan semua variabel secara endogen, karena tidak ada keyakinan bahwa variabel memang benar eksogen, dan VAR memungkinkan data untuk memberitahukan apa yang sebenarnya terjadi. Sims (1980) berpendapat bahwa jika ada simultanitas munir antar himpunan variabel, semuanya harus diperlakukan dengan setara dan tidak boleh ada perbedaan apriori apapun antara variabel endogen dan eksogen. Enders (2004) merumuskan sistem primitif bivariat orde pertama sederhana yang dapat dirumuskan sebagai berikut.

$$y_t = b_{10} - b_{12}z_t + \gamma_{11}y_{t-1} + \gamma_{12}z_{t-1} + \varepsilon_{yt} \quad (\text{III.1})$$

$$z_t = b_{20} - b_{21}y_t + \gamma_{21}y_{t-1} + \gamma_{22}z_{t-1} + \varepsilon_{zt} \quad (\text{III.2})$$

Dengan asumsi bahwa baik y_t maupun z_t adalah statis, ε_{yt} dan ε_{zt} adalah *white noise disturbance* dengan deviasi standar σ_y dan σ_z dan ε_{yt} dan ε_{zt} adalah *white noise disturbance* yang tidak berkorelasi. Sementara itu, bentuk standar dari bentuk primitif di atas dapat dirumuskan sebagai berikut.

$$y_t = a_{10} + a_{11}y_{t-1} + a_{12}z_{t-1} + e_{yt} \quad (\text{III.3})$$

$$z_t = a_{20} + a_{21}y_{t-1} + a_{22}z_{t-1} + e_{zt} \quad (\text{III.4})$$

Di mana, e_{yt} dan e_{zt} adalah gabungan dari ε_{yt} dan ε_{zt} . Bentuk primitif disebut VAR struktural, sedangkan bentuk standar disebut VAR. Transformasi rinci dari bentuk primitif ke bentuk standar dapat ditemukan dalam Enders (2004). Singkatnya, menurut Achsani dkk., 2005, model matematis VAR umum dapat digambarkan sebagai berikut.

$$x_t = \mu_t + \sum_{i=1}^k A_i X_{t-i} + \varepsilon_t \quad (\text{III.5})$$

Di mana x_t adalah vektor variabel endogen dengan dimensi $(n \times 1)$, μ_t adalah vektor variabel eksogen, termasuk konstan (*intercept*) dan tren, A_i adalah matriks koefisien dengan dimensi $(n \times n)$, dan ε_t adalah vektor residual. Dalam sistem bivariat sederhana y_t dan z_t , y_t dipengaruhi oleh nilai z_t sekarang dan dulu, sementara z_t dipengaruhi oleh nilai y_t sekarang dan dulu.

VAR memberikan cara-cara sistematis untuk menangkap perubahan dinamis dalam beberapa deret waktu, dan memiliki pendekatan yang terpercaya dan mudah dipahami untuk mendeskripsikan data, peramalan, struktur inferensi, dan analisis kebijakan (Stock dan Watson, 2001). VAR memberikan empat alat analisis, yaitu, peramalan, *impulse response function* (IRF), *forecast error variance decomposition* (FEVD) dan uji kausalitas Granger. Peramalan dapat

digunakan untuk mengekstrapolasi nilai saat ini dan akan datang dari semua variabel dengan memanfaatkan semua informasi masa lalu dari variabel. IRF dapat digunakan untuk melacak respon saat ini dan respon akan datang dari setiap variabel terhadap guncangan atau perubahan variabel tertentu. FEVD dapat digunakan untuk memprediksi kontribusi setiap variabel terhadap guncangan atau perubahan variabel tertentu. Sementara itu, kausalitas Granger dapat digunakan untuk menentukan hubungan kausal antar variabel.

Seperti model ekonometrik lain, VAR juga terdiri dari serangkaian proses spesifikasi dan identifikasi model. Spesifikasi model meliputi pemilihan variabel dan panjang *lag* yang akan digunakan dalam model. Sementara itu, identifikasi model digunakan untuk mengidentifikasi persamaan sebelum dapat digunakan sebagai perkiraan. Ada beberapa kondisi yang mungkin ditemui dalam proses identifikasi. Kondisi *Overidentified* akan diperoleh jika jumlah informasi melebihi jumlah parameter yang diestimasi. Kondisi *Exactly identified* atau *just identified* akan diperoleh jika jumlah informasi dan jumlah parameter diperkirakan sama. Sementara itu, kondisi *underidentified* akan diperoleh jika jumlah informasi kurang dari jumlah parameter yang diestimasi. Proses estimasi hanya dapat dilakukan berdasarkan kondisi *overidentified* dan *exactly identified* atau *just identified*.

Keuntungan dari metode VAR dibandingkan dengan metode ekonometrik lainnya, antara lain, adalah (Gujarati, 2004, diubah): 1) metode VAR bebas dari pembatasan berbagai teori ekonomi yang sering muncul, seperti variabel endogenitas dan eksogenitas palsu; 2) VAR mengembangkan Model secara serentak dalam sistem multivarian yang kompleks, sehingga dapat menangkap semua hubungan antar variabel dalam persamaan; 3) uji VAR multivarian dapat menghindari bias parameter karena mengesampingkan variabel yang relevan; 4) uji VAR dapat mendeteksi hubungan antar variabel dalam sistem persamaan dengan memperlakukan semua variabel sebagai endogen; 5) metode VAR ini sederhana di mana seseorang tidak perlu khawatir tentang cara menentukan mana variabel endogen dan mana yang eksogen, karena VAR memperlakukan semua variabel sebagai endogen; 6) estimasi VAR itu sederhana dimana metode OLS biasa dapat diaplikasikan untuk setiap persamaan secara terpisah; dan 7) Prakiraan estimasi yang dihasilkan, dalam banyak kasus, lebih baik daripada yang dihasilkan dari model persamaan simultan lain yang lebih kompleks.

Sementara itu, kekurangan dan masalah pada model VAR, menurut Gujarati (2004), adalah: 1) model VAR itu ateoritis, karena tidak menggunakan informasi sebelumnya, tidak seperti model persamaan simultan di mana pengecualian dan penyertaan variabel tertentu berperan penting dalam identifikasi model; 2) model VAR kurang cocok untuk analisis kebijakan, karena penekanannya pada peramalan; 3) Memilih panjang *lag* yang tepat adalah tantangan praktis terbesar dalam model VAR, terutama bila terdapat terlalu banyak variabel dengan *lag* yang

panjang, sehingga akan terdapat terlalu banyak parameter yang akan memakai banyak derajat kebebasan dan membutuhkan ukuran sampel yang besar; 4) Semua variabel harus statis (secara bersama-sama). Jika tidak, semua data harus ditransformasikan dengan tepat, misalnya dengan perbedaan awal. Hubungan jangka panjang akan hilang dalam transformasi tingkat data yang diperlukan dalam analisa, dan 5) *Impulse Response function* (IRF) adalah pusat dari analisis VAR, yang dipertanyakan oleh para peneliti.

Untuk mengatasi kekurangan VAR perbedaan awal (*first difference VAR*) dan untuk mendapatkan kembali hubungan jangka panjang antar variabel, dapat diterapkan *vektor error correction model* (VECM), asalkan terdapat kointegrasi antar variabel. Caranya adalah dengan menggabungkan kembali persamaan awal pada tingkatnya ke persamaan baru sebagai berikut.

$$\Delta y_t = b_{10} + b_{11}\Delta y_{t-1} + b_{12}\Delta z_{t-1} - \lambda(y_{t-1} - a_{10} - a_{11}y_{t-2} - a_{12}z_{t-1}) + \varepsilon_{yt} \quad (\text{III.6})$$

$$\Delta z_t = b_{20} + b_{21}\Delta y_{t-1} + b_{22}\Delta z_{t-1} - \lambda(z_{t-1} - a_{20} - a_{21}y_{t-1} - a_{22}z_{t-2}) + \varepsilon_{zt} \quad (\text{III.7})$$

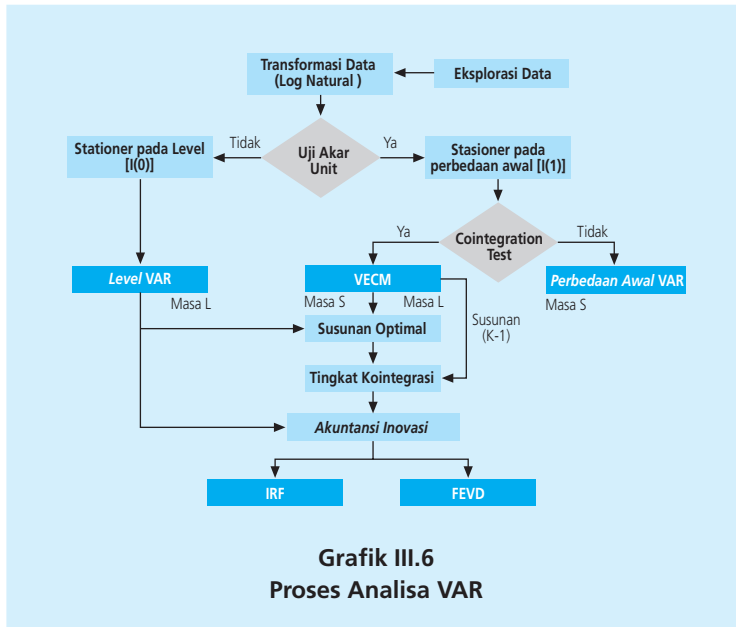
Dimana a koefisien regresi jangka panjang, b adalah koefisien regresi jangka pendek, λ adalah parameter koreksi kesalahan, dan frase pada tanda kurung menunjukkan kointegrasi antar variabel y dan z . Model VECM umum secara matematis dapat digambarkan sebagai berikut (Achsani dkk, 2005).

$$\Delta x_{t-1} = \mu_t + \Pi x_{t-1} + \sum_{i=1}^{k-1} \Gamma_i \Delta x_{t-i} + \varepsilon_t \quad (\text{III.8})$$

Dimana, Π dan Γ adalah fungsi dari A_i . Matriks Π dapat didekomposisi menjadi dua matriks λ dan β dengan dimensi $(n \times n)$. $\Pi = \lambda\beta^T$, di mana λ disebut matriks penyesuaian dan β adalah vector kointegrasi. Selain itu, r adalah pangkat kointegrasi.

Proses analisa VAR dapat dilihat pada Grafik III.6. Setelah data mentahnya siap, data ditransformasikan menjadi bentuk logaritma natural (ln), kecuali untuk data suku bunga dan laba PLS, untuk mendapatkan hasil yang konsisten dan valid. Uji pertama yang akan dilakukan adalah uji akar unit. Jika datanya statis pada levelnya, maka VAR dapat dilakukan pada level tersebut. Tingkat VAR dapat memperkirakan hubungan jangka panjang antar variabel. Jika tidak, data harus dibedakan. Jika datanya statis pada perbedaan awal (*first difference*), maka harus diperiksa keberadaan kointegrasi antar variabel. Jika data tidak dikointegrasikan, maka VAR dapat dilakukan dengan perbedaan awal, dan hal itu hanya dapat memperkirakan hubungan jangka pendek antar variabel. Akuntansi inovasi tidak akan berarti bagi hubungan jangka panjang. Jika data dikointegrasikan, maka VECM dapat dilakukan dengan menggunakan

data pada tingkatnya untuk menggabungkan hubungan jangka panjang antar variabel. VECM dapat memperkirakan hubungan jangka pendek dan jangka panjang antar variabel. Akuntansi inovasi untuk tingkat VAR dan VECM bermanfaat bagi hubungan jangka panjang.



Berdasarkan kerangka konseptual pada Grafik III.5, akar penyebab utama krisis keuangan adalah: 1) *fiat money* 'FM' kelebihan persediaan uang dari pembuatan uang dan kredit; 2) suku bunga 'IR'; dan 3) nilai tukar 'EXC'. Model ini dapat dirumuskan sebagai berikut.

$$\ln INF_t = \alpha_0 + \alpha_1 \ln FM_t + \alpha_2 INT_t + \alpha_3 \ln EXC_t \quad (III.9)$$

Untuk menghilangkan beberapa akar penyebab krisis keuangan berdasarkan perspektif Islam, kelebihan persediaan uang tidak akan terjadi lagi dan diganti dengan persediaan uang tepat 'JM', karena *fiat money* digantikan dengan uang yang disokong emas tanpa *seigniorage*, perbankan cadangan fraksional digantikan oleh dengan perbankan cadangan 100 persen atau *narrow banking* yang tidak menciptakan uang bank, kartu kredit digantikan dengan kartu debit, sehingga tidak ada penciptaan daya beli, dan derivatif diganti dengan aset yang didukung sekuritas dan *sukuk* sehingga tidak ada *leverage*. Selain itu, sistem mata uang berganda internasional digantikan oleh mata uang global tunggal yang didasarkan pada standar emas 'GOLD' sehingga tidak akan terjadi inflasi nilai tukar, sedangkan suku bunga digantikan dengan

laba pembagian laba-rugi 'RS"sehingga tidak akan ada penciptaan kredit. Oleh karena itu, model pengganti alternatif berdasarkan perspektif Islam dapat dirumuskan sebagai berikut.

$$\ln INF_t = \beta_0 + \beta_1 \ln JM_t + \beta_2 RS_t + \beta_3 \ln GOLD_t \quad (III.10)$$

Mengikuti model dalam persamaan (III.9), persamaan model VAR dalam matriks untuk inflasi CPI konvensional dapat dirumuskan sebagai berikut.

$$\begin{bmatrix} \ln INF_t \\ \ln FM_t \\ INT_t \\ \ln EXC_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \alpha_{10} \\ \alpha_{20} \\ \alpha_{30} \\ \alpha_{40} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \alpha_{11} & \alpha_{12} & \alpha_{13} & \alpha_{14} \\ \alpha_{21} & \alpha_{22} & \alpha_{23} & \alpha_{24} \\ \alpha_{31} & \alpha_{32} & \alpha_{33} & \alpha_{34} \\ \alpha_{41} & \alpha_{42} & \alpha_{43} & \alpha_{44} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \ln INF_{t-1} \\ \ln FM_{t-1} \\ INT_{t-1} \\ \ln EXC_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \\ \varepsilon_{3t} \\ \varepsilon_{4t} \end{bmatrix} \quad (III.11)$$

\downarrow **Variabel** \downarrow **Kesalahan** \downarrow **Parameter**
 \downarrow **Lag** \downarrow **Konstan**

Mengikuti model alternatif pengganti berdasarkan perspektif Islam dalam persamaan (III.10), persamaan model VAR dalam matriks dapat dituliskan sebagai berikut.

$$\begin{bmatrix} \ln INF_t \\ \ln JM_t \\ RS_t \\ \ln GOLD_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \beta_{10} \\ \beta_{20} \\ \beta_{30} \\ \beta_{40} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \beta_{11} & \beta_{12} & \beta_{13} & \beta_{14} \\ \beta_{21} & \beta_{22} & \beta_{23} & \beta_{24} \\ \beta_{31} & \beta_{32} & \beta_{33} & \beta_{34} \\ \beta_{41} & \beta_{42} & \beta_{43} & \beta_{44} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \ln INF_{t-1} \\ \ln JM_{t-1} \\ RS_{t-1} \\ \ln GOLD_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \mu_{1t} \\ \mu_{2t} \\ \mu_{3t} \\ \mu_{4t} \end{bmatrix} \quad (III.12)$$

Selanjutnya, jika data menunjukkan statis pada perbedaan awal dan kointegrasi antar variabel, maka model VAR akan dikombinasikan dengan model koreksi kesalahan, yaitu *Vector Error Correction Model* (VECM). Oleh karena itu, persamaan dari model VECM dalam matriks untuk model dalam persamaan (III.11) dapat dituliskan sebagai berikut.

$$\begin{bmatrix} \Delta \ln INF_t \\ \Delta \ln FM_t \\ \Delta INT_t \\ \Delta \ln EXC_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \alpha_{10} \\ \alpha_{20} \\ \alpha_{30} \\ \alpha_{40} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \alpha_{11} & \alpha_{12} & \alpha_{13} & \alpha_{14} \\ \alpha_{21} & \alpha_{22} & \alpha_{23} & \alpha_{24} \\ \alpha_{31} & \alpha_{32} & \alpha_{33} & \alpha_{34} \\ \alpha_{41} & \alpha_{42} & \alpha_{43} & \alpha_{44} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \Delta \ln INF_{t-1} \\ \Delta \ln FM_{t-1} \\ \Delta INT_{t-1} \\ \Delta \ln EXC_{t-1} \end{bmatrix} - \lambda \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \\ \varepsilon_{3t} \\ \varepsilon_{4t} \end{bmatrix} \quad (III.13)$$

Persamaan model VECM dalam matriks untuk persamaan (III.12) dapat dituliskan sebagai berikut.

$$\begin{bmatrix} \Delta \ln INF_t \\ \Delta \ln JM_t \\ \Delta RS_t \\ \Delta \ln GOLD_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \beta_{10} \\ \beta_{20} \\ \beta_{30} \\ \beta_{40} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \beta_{11} & \beta_{12} & \beta_{13} & \beta_{14} \\ \beta_{21} & \beta_{22} & \beta_{23} & \beta_{24} \\ \beta_{31} & \beta_{32} & \beta_{33} & \beta_{34} \\ \beta_{41} & \beta_{42} & \beta_{43} & \beta_{44} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \Delta \ln INF_{t-1} \\ \Delta \ln JM_{t-1} \\ \Delta RS_{t-1} \\ \Delta \ln GOLD_{t-1} \end{bmatrix} - \lambda \begin{bmatrix} \mu_{1t} \\ \mu_{2t} \\ \mu_{3t} \\ \mu_{4t} \end{bmatrix} \quad (III.14)$$

Dimana, Δ adalah perubahan variabel dari periode sebelumnya, λ adalah tingkat penyesuaian dari ekuilibrium jangka pendek ke jangka panjang.

Untuk menentukan keterkaitan antar variabel yang sedang diteliti, digunakan akuntansi inovasi dari *Impulse Response Function* (IRF) dan *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD). IRF dapat digunakan untuk menentukan respon dari satu variabel endogen dari guncangan variabel lain dalam model tersebut. FEVD dapat digunakan untuk menentukan kontribusi relatif dari satu variabel untuk menjelaskan variabilitas dari variabel endogen. Semua data dalam studi ini diubah menjadi bentuk logaritma natural (ln), kecuali tingkat suku bunga, laba PLS, dan inflasi yang diperkirakan, untuk memperoleh hasil yang valid dan konsisten. Perangkat lunak yang digunakan dalam pengolahan data adalah *Microsoft Excel 2007* dan *Eviews 4.1*.

IV.4 Hasil dan Analisa

IV.4.1 Uji Statis

Dua metode digunakan bersamaan untuk menguji adanya unit akar atau kestatisan data, yaitu uji *Augmented Dickey-Fuller* atau uji ADF dan uji Phillips-Perron atau uji PP dengan 5% nilai kritis McKinnon, yang berarti bahwa jika nilai t-ADF atau t-PP kurang dari 5% nilai kritis McKinnon, maka data itu statis atau tidak memiliki unit akar. Tabel Lampiran III.1 dan tabel Lampiran III.2 dalam lampiran masing-masing menunjukkan hasil uji statis dari model konvensional dan model Islam. Tidak ada variabel yang statis pada tingkatnya, namun, semua variabel itu statis pada perbedaan awal.

IV.4.2 Pemilihan Lag Optimal

Salah satu masalah sistem VAR adalah outokorelasi. Untuk mengatasi masalah ini, harus digunakan panjang *lag* optimal. Oleh karena itu, panjang *lag* optimal harus diperoleh dengan menggunakan uji *lag* optimal. Pemilihan panjang *lag* optimal dalam kajian ini akan didasarkan pada *lag* terpendek dari *Schwarz Information Criterion* (SC). Tabel Lampiran III.3 dan tabel Lampiran III.4 dalam lampiran masing-masing menunjukkan hasil uji pemilihan *lag* optimal untuk model konvensional dan model Islam. Berdasarkan SC, *lag* optimal untuk model awal adalah 2 (dua) dan *lag* optimal untuk model Islam juga 2 (dua).

IV.4.3 Uji Kointegrasi

Semua variabel dalam model Islam awal dan alternatif adalah statis pada perbedaan

awal, $I(1)$, sehingga hubungan jangka panjang antar variabel hanya bisa diperoleh jika variabel-variabel tersebut telah memenuhi kriteria proses integrasi. Uji kointegrasi berdasarkan statistik jejak akan diterapkan untuk menentukan jumlah sistem persamaan yang dapat menjelaskan hubungan jangka panjang. Tabel 4.5 dan Tabel 4.6 pada lampiran menunjukkan hasil tes kointegrasi model awal dan model Islam. Tes jejak model awal menunjukkan 1 (satu) persamaan kointegrasi pada nilai kritis 5%, sedangkan tes jejak model Islam juga menunjukkan 1 (satu) persamaan kointegrasi pada nilai kritis 5%.

IV.4.4 Uji Stabilitas

Sistem VAR pada *lag* optimal harus stabil. Sistem VAR yang tidak stabil akan membuat hasil *Impulse Response Function* (IRF) dan *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD) tidak valid. Uji stabilitas berdasarkan modulus atau unit-lingkar akan diterapkan untuk menentukan apakah sistem VAR *lag* optimal itu stabil di dalam unit-lingkar atau dengan modulus kurang dari satu. Tabel 4.7 dan tabel 4.8 dalam lampiran menunjukkan hasil tes stabilitas sistem VAR awal (*lag* optimal = 2) dan sistem VAR Islam (*lag* optimal = 2). Sistem VAR awal stabil hingga *lag* 10 dengan modulus 0,184767-0,984235, sedangkan sistem Islam stabil hingga *lag* 11 dengan modulus 0,070512-0,997073.

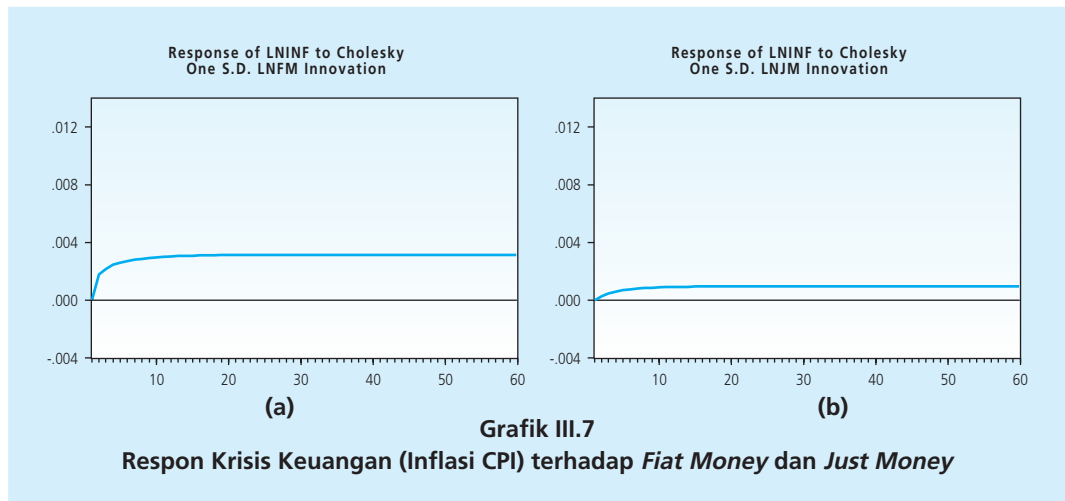
IV.4.5 Hasil

a. Impulse Response Function

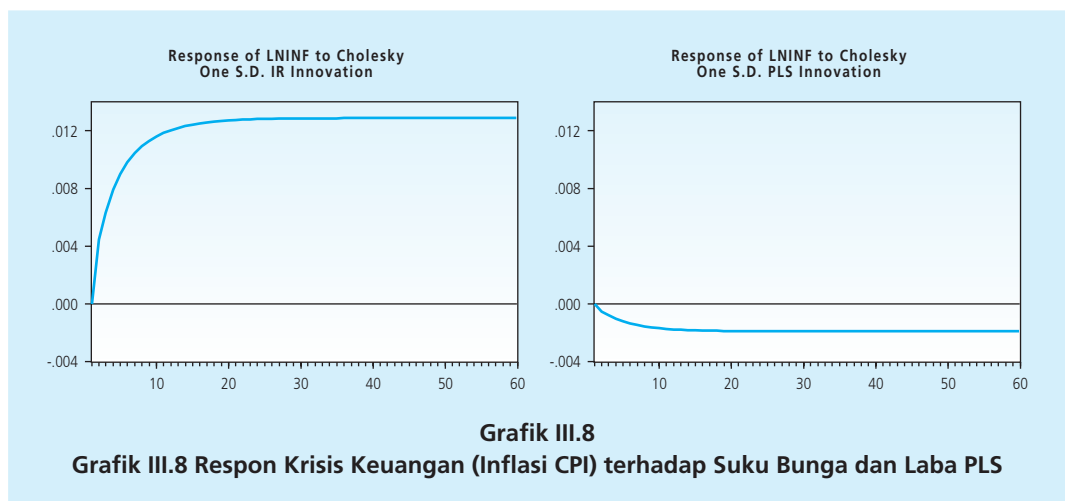
Tabel III.3 menunjukkan ringkasan hasil IRF untuk respon inflasi CPI terhadap berbagai faktor-faktor penentu inflasi untuk kedua sistem.

Tabel III.3 Ringkasan <i>Impulse Response Function</i>			
GUNCANGAN	AWAL	ISLAMI	GUNCANGAN
InFM <i>Fiat Money</i>	Positif dan permanen pada 0.004 , stabil pada periode ke-16	Positif dan permanen pada 0.001, stabil pada periode ke-10	InJM Uang tepat
InIR Suku Bunga	Positif dan permanen pada 0.013 , stabil pada periode ke-22	Negatif dan permanen pada 0.002, stabil pada periode ke-16	PLS Laba PLS
LnEXC Kurs	Positif dan permanen pada 0.006 , stabil pada periode ke-17	Positif dan permanen pada 0.0008, stabil pada periode ke-8	InGOLD Mata uang Global Tunggal

Grafik III.7a menunjukkan bahwa respon krisis keuangan (inflasi CPI) pada guncangan akar penyebab krisis ada bermacam-macam, di mana tingkat bunga $\ln R$ dan beberapa sistem mata uang atau kurs $\ln EXC$ memberikan dampak positif terbesar, diikuti oleh $\ln FM$ terhadap krisis di Indonesia. Sementara, Grafik III.7b menunjukkan bahwa respon krisis keuangan (inflasi CPI) terhadap guncangan dalam sistem Islam kebanyakan sangat kecil.

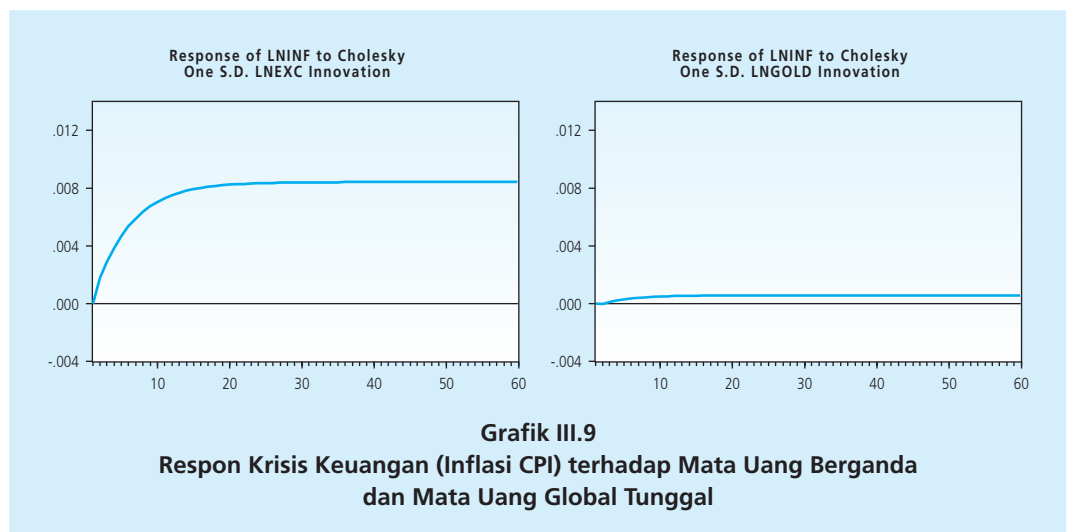


Grafik III.7 membandingkan dampak $\ln FM$ *fiat money* dan $\ln JM$ *just money* terhadap krisis keuangan (inflasi CPI). Terlihat bahwa $\ln FM$ memberikan dampak positif yang lebih besar dan permanen terhadap krisis, sementara $\ln JM$ hanya memberikan dampak positif yang lebih kecil dan permanen terhadap krisis. Selain itu, hasil estimasi menunjukkan bahwa $\ln FM$ memberikan dampak yang signifikan secara statistik dalam jangka panjang, sedangkan $\ln JM$



memberikan dampak yang tidak signifikan secara statistik dalam jangka panjang terhadap krisis.

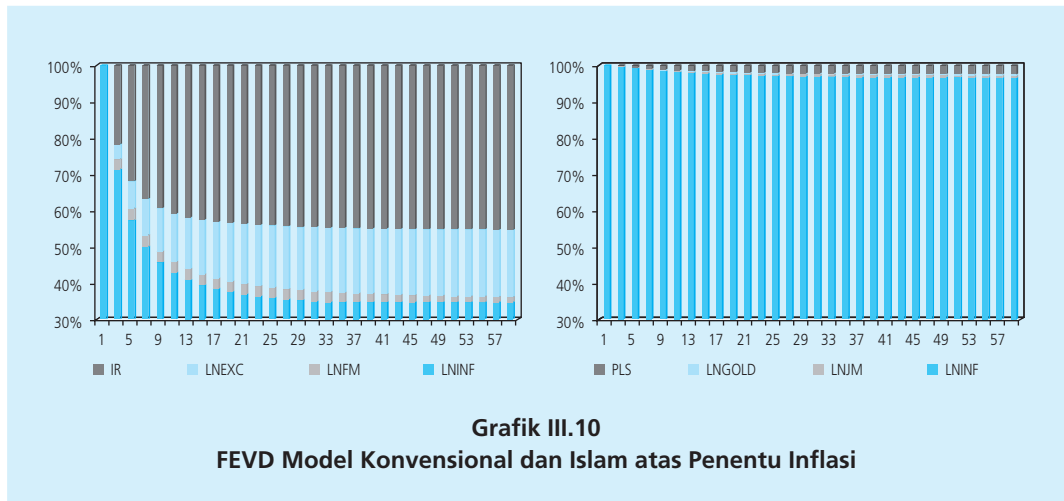
Grafik III.8 membandingkan dampak suku bunga IR dan RS laba PLS terhadap krisis keuangan (inflasi CPI). Jelas sekali ditunjukkan bahwa IR jauh lebih besar dan memberikan dampak permanen terhadap krisis daripada PLS. Selain itu, hasil estimasi menunjukkan bahwa IR signifikan secara statistik dalam jangka pendek dan jangka panjang, sementara RS tidak signifikan secara statistik dalam jangka pendek tetapi signifikan (negatif) dalam jangka panjang.



Grafik III.9 membandingkan dampak dari sistem mata uang berganda InEXC dan sistem mata uang global tunggal InGOLD terhadap krisis keuangan (inflasi CPI). Jelas sekali ditunjukkan bahwa InEXC jauh lebih besar dan memberikan dampak permanen terhadap krisis daripada InGOLD. Selain itu, hasil estimasi menunjukkan bahwa InEXC berpengaruh signifikan secara statistik terhadap krisis dalam jangka panjang, sementara InGOLD juga berpengaruh signifikan secara statistik terhadap krisis.

b. Forecast Error Variance Decomposition

Grafik III.10 membandingkan hasil *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD) dari model Islam awal dan alternatif. Grafik 4.6 (kiri) menunjukkan FEVD model awal, di mana *fiat money* (InFM 2,8%), suku bunga (IR 45,2%), dan nilai tukar (InEXC 18,6%) memberi andil 66,6% terhadap perilaku krisis keuangan (inflasi CPI).



Sementara itu, Grafik III.10 (kanan) menunjukkan FEVD model Islam, di mana persediaan *just money* (lnJM 0,7%), laba PLS (RS 2,5%), dan mata uang global tunggal (lnGOLD 0,2%) hanya memberi andil 3,4% terhadap perilaku krisis keuangan (inflasi CPI).

IV.4.6 Analisa

Fenomena krisis keuangan pertama kali muncul dalam penurunan nilai mata uang logam, yaitu, ketika koin emas atau perak sebagai mata uang dicampurkan dengan logam lain oleh pemerintah untuk meningkatkan jumlah total uang yang dikeluarkan tanpa perlu meningkatkan jumlah emas yang digunakan untuk membuatnya. Hal ini pada dasarnya merupakan pelanggaran hukum Allah dan keseimbangan alam. Pada waktu itu begitulah satu-satunya pilihan untuk menciptakan uang tanpa ada kontra-nilai, padahal pelanggaran hukum Allah akan mengakibatkan ketidakseimbangan alam, bencana atau krisis. Dalam ekonomi konvensional kontemporer, hal ini disebut pendapatan *seigniorage* dari pencetakan *fiat money* yang menyebabkan kelebihan uang yang beredar. Ibnu Arabi menyatakan bahwa setiap transaksi ekonomi tanpa *'iwad* atau kontra-nilai sama dengan riba. Selain itu, emas dan perak sebagai mata uang pada awalnya merupakan barang publik yang kini dapat dimiliki secara pribadi, sehingga menumpuk dan menimbun emas/perak menjadi legal, padahal sebelumnya dilarang.

Namun demikian, dalam ekonomi dan keuangan yang canggih saat ini, krisis keuangan tidak semata-mata karena uang riba dari penciptaan atau pencetakan *fiat money*. Sumber lain dari krisis keuangan adalah bentuk-bentuk riba lainnya dan berbagai bentuk *maysir*. Bentuk-bentuk riba termasuk pembuatan uang dari *fiat money* kertas, sistem perbankan cadangan fraksional, sistem bunga, kartu kredit, derivatif, dll. Berbagai bentuk *maysir* termasuk

perdagangan saham/aset untuk memperoleh keuntungan modal, kontrak *forward*, berjangka dan opsi, produk derivatif (seperti *Credit Default Swaps*), dll.

Krisis keuangan yang dipicu dari inflasi diakui oleh mazhab Austria sebagai penyakit ideologis dan politik, dimana pemerintah sengaja menjalankan inflasi ekonomi. Oleh karena itu, untuk menghilangkan inflasi yang dipicu krisis keuangan hanyalah soal kemauan politik dan komitmen. Mazhab Austria menawarkan dua pilihan, inflasi atau standar emas (yaitu, mengganti *fiat money* dengan standar emas dan mengganti perbankan cadangan fraksional dengan perbankan bebas).

Kebanyakan akar penyebab krisis keuangan telah diketahui oleh perspektif konvensional serta Islam, meskipun ada beberapa perbedaan di antara berbagai mazhab pemikiran konvensional. Namun, perspektif Islam telah melangkah lebih jauh pada hal yang rinci dan lebih banyak lagi (seperti, bunga, kartu kredit, derivatif, korupsi, dan administrasi yang buruk).

Upaya besar telah dilakukan untuk menyingkirkan krisis keuangan yang menghasilkan lebih banyak kegagalan daripada keberhasilan karena ketidakmampuan membedakan akar penyebab krisis keuangan alami dan buatan (kesalahan manusia, aktivitas kriminal). Kita harus memahami sebab-sebab alami, tetapi sebab-sebab alami tidak boleh digunakan sebagai alasan/tabrak yang memungkinkan sebab-sebab buatan (kegiatan kriminal) berlanjut. Sebab-sebab buatan dari krisis keuangan dapat diberantas.

Pada akhirnya, sistem ekonomi dan keuangan adalah pilihan ideologi dan politik rezim ekonomi yang dipilih oleh pemerintah. Dengan kemauan politik dan komitmen pemerintah, krisis keuangan dapat secara bertahap dan sistematis diberantas dan dikendalikan.

Dari uji empiris, penyebab krisis keuangan yang berakar dari riba (InFM *fiat money* 2,8%, IR tingkat bunga 45,2%, dan InEXC kurs 18,6%) memberi andil 66,6% terhadap krisis keuangan di Indonesia, sedangkan jika kita mengganti ketiga sistem tersebut berdasarkan perspektif Islam (InJM persediaan *just money* 0,7%, RS laba PLS 2,5%, dan InGOLD mata uang global tunggal 0,2%) hanya akan memberi andil 3,4% terhadap krisis keuangan di Indonesia, atau pengurangan besar-besaran yakni 63,2%.

Suku bunga IR merupakan sumber krisis keuangan yang paling dominan (45,2%) dan nilai tukar InEXC merupakan sumber krisis keuangan yang paling dominan kedua (18,6%). Penggantian suku bunga IR dengan RS laba PLS saja akan mengurangi andil 42,7% terhadap krisis keuangan di Indonesia. Penggantian selanjutnya atas sistem mata uang berganda InEXC dengan mata uang global tunggal InGOLD akan mengurangi andil 18,4% terhadap krisis keuangan di Indonesia.

5. KESIMPULAN DAN REKOMENDASI

5.1 Kesimpulan

- Krisis keuangan pertama-tama terjadi akibat pelanggaran hukum Allah dalam satu bentuk riba, yaitu penurunan nilai mata uang logam dengan sengaja, oleh pemerintah yang menyebabkan ketidakseimbangan dan bencana yang terwujud dalam bentuk hiperinflasi di Mesir (abad ke-14) dan dua krisis pertama di Inggris (abad 19). Pelanggaran telah meluas dan canggih dalam berbagai bentuk riba dan berbagai bentuk *maysir*. Berbagai bentuk riba termasuk pembuatan uang dari *fiat money* kertas, sistem perbankan cadangan fraksional, sistem bunga, kartu kredit, derivatif, dll. Berbagai bentuk *maysir* termasuk perdagangan saham/aset untuk memperoleh keuntungan modal, kontrak *forward*, berjangka dan opsi, produk derivatif (seperti *Credit Default Swaps*), dll.
- Penyebab utama krisis keuangan dari literatur ekonomi Islam bisa saja akibat kesalahan manusia dan fenomena alam yang tidak dapat dikendalikan oleh manusia. Kesalahan manusia dapat dibagi menjadi tiga kelompok, yaitu (1) kemerosotan moral yang menjadi pemicu (2) cacat sistem atau konseptual dan (3) kelemahan internal.
- Dari uji empiris, penyebab krisis keuangan yang berakar dari riba (InFM *fiat money* 2,8%, IR tingkat bunga 45,2%, dan InEXC kurs 18,6%) memberi andil 66,6% terhadap krisis keuangan di Indonesia, sedangkan jika kita mengganti ketiga sistem tersebut sesuai dengan perspektif Islam (InJM persediaan *just money* 0,7%, RS laba PLS 2,5%, dan InGOLD mata uang global tunggal 0,2%) hanya akan memberi andil 3,4% terhadap krisis keuangan di Indonesia, atau pengurangan besar-besaran yakni 63,2%.
- Hasil empiris menunjukkan bahwa jika tiga akar utama penyebab krisis keuangan (*fiat money*, bunga, dan nilai tukar) diganti dengan alternatif Islam (persediaan *just money*, PLS, dan mata uang global tunggal), maka tiga penyebab krisis keuangan yang berakar dari riba akan dapat dihilangkan. Akhirnya tergantung pada pemerintah apakah memiliki kemauan politik dan komitmen untuk membasmi dan mengendalikan krisis keuangan.
- Penyebab krisis keuangan yang berakar dari *maysir* juga dapat disingkirkan dengan larangan atau pembatasan transaksi, kontrak dan produk spekulatif.

5.2 Rekomendasi

- Di negara yang mengadopsi sistem moneter berganda, seperti Indonesia, akar penyebab krisis keuangan sebagian dapat diberantas dan sebagian dapat dikendalikan. Luasnya pemberantasan dapat terjadi seperti yang dianjurkan oleh mazhab Austria dengan menghapus pembuatan uang dan kredit, serta pembatasan kegiatan spekulatif secara bertahap dan sistematis. Hal mendasar yang diperlukan adalah kemauan dan komitmen

pemerintah. Faktor penentu inflasi lainnya yang tidak dapat dihilangkan harus dikendalikan dengan ketat dan disiplin.

- Pada sistem moneter berganda, meminimalkan dampak negatif krisis keuangan dapat dilakukan dengan meningkatkan pembagian keuangan Islam berbasis PLS (perbankan, pasar modal, asuransi, reksa dana, dll.) dan mengadopsi laba PLS sebagai jangkar tingkat kebijakan (*policy rate anchor*) serta instrumen moneter berbasis PLS, karena laba PLS tidak memberikan andil yang signifikan terhadap krisis keuangan.
- Studi ini dapat ditingkatkan dan diperluas dengan menambahkan variabel penyebab krisis keuangan yang berakar dari *maysir*, dengan pemilihan *proxy* yang lebih tepat (terutama untuk InFM dan InJM), dengan menerapkan metode-metode alternatif, dan dengan membandingkan dengan negara-negara lain.

DAFTAR PUSTAKA

- Batunanggar, Sukarela. 2002. "Indonesia's Banking Crisis Resolution: Lessons and the Way Forward." *Bank Indonesia Working Paper* WP/12/2002. Jakarta: Bank Indonesia.
- Barro, Robert J. 2001. "Economic Growth in East Asia before and after the Crisis." *NBER Working Paper* no.8330. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- Caprio, Gerard and Daniela Klingebiel. 1996. "Bank Insolvencies: Cross Country Experience." *Policy Research Working Papers* no.1620. Washington, DC: World Bank, Policy and Research Department.
- Caprio, Gerard, and Daniela Klingebiel, 2002. "Episodes of Systemic and Borderline Banking Crises." In *Managing the Real and Fiscal Effects of Banking Crises*, edited by Daniela Klingebiel and Luc Laeven. *World Bank Discussion Paper* no. 428, 31–49. Washington, D.C.: World Bank.
- Caprio, Gerard, Daniela Klingebiel, Luc Laeven, and Guillermo Noguera. 2005. "Banking Crisis Database." In *Systemic Financial Distress: Containment and Resolution*, edited by Patrick Honohan and Luc Laeven. Cambridge University Press.
- Caprio, Gerard, James A. Hanson, and Robert E. Litan (ed.). 2005. *Financial Crises: Lessons from the Past, Preparation for the Future*. Brookings Institution Press, Washington, D.C.
- Caprio, Gerard, Asli Demirgüç-Kunt, Edward J. Kane. 2008. "The 2007 Meltdown in Structured Securitization." *Policy Research Working Paper* no.4756. Washington, D.C.: World Bank, Development Research Group.
- Chailloux, Alexandre, Simon Gray, Ulrich Klüh, Seiichi Shimizu, and Peter Stella. 2008. "Central Bank Response to the 2007–08 Financial Market Turbulence: Experiences and Lessons Drawn." *IMF Working Paper* WP/08/210. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Claessens, Stijn, Daniela Klingebiel, and Luc Laeven. 2004. "Resolving Systemic Financial Crises: Policies and Institutions." *Policy Research Paper*. Washington: World Bank.
- Davies, Roy and Glyn Davies. 1996. *A History of Money from Ancient Times to the Present Day*, University of Wales Press.
- Development Research Group. 2008. "Lessons from World Bank Research on Financial Crises." *Policy Research Working Paper* no.4779. Washington, D.C.: World Bank, Development Research Group.

- Dooley, Michael. 2000. "A Model of Crises in Emerging Markets." *Economic Journal* 110, no. 460: 256–73.
- Dooley, Michael, David Folkerts-Landau, and Peter Garber. 2003. "An Essay on the Revived Bretton Woods System," *NBER Working Paper* no.9971. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- Eichengreen, Barry. 2004. "Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods." *NBER Working Paper* no.10497. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, May.
- Ergungor, O. Emre and James B. Thomson. 2005. "Systemic Banking Crises." *Policy Discussion Papers*. Federal Reserve Bank of Cleveland.
- Goldstein, Morris. 2005. "The Next Emerging-Market Financial Crisis: What Might It Look Like?" In *Financial Crises: Lessons from the Past, Preparation for the Future*, edited by Gerard Caprio, James A. Hanson, and Robert E. Litan. Brookings Institution Press.
- Hanson, James A. 2005. "Postcrisis Challenges and Risk in East Asia and Latin America: Where Do They Go from Here?." In *Financial Crises: Lessons from the Past, Preparation for the Future*, edited by Gerard Caprio, James A. Hanson, and Robert E. Litan. Brookings Institution Press.
- Kaminsky, Graciela, and Carmen Reinhart. 1999. "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems." *American Economic Review* 89, no. 3: 473–500.
- Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart, and Carlos A. Vegh. 2003.–"The Unholy Trinity of Financial Contagion." *NBER Working Paper* no.10061. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- Kenward, Lloyd. 2002. *From the Trenches, The First Year of Indonesia's Crisis 1997/98 as Seen from the World Bank's Office in Jakarta*. Jakarta: Center for International and Strategic Studies.
- Kindleberger, Charles P. 2000. *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. New York: John Wiley.
- Krugman, Paul. 1979. "A Model of Balance of Payments Crises." *Journal of Money, Credit, and Banking* 11, no. 3: 311–25.
- Laeven, Luc and Fabian Valencia. 2008. "Systemic Banking Crises: A New Database." *IMF Working Paper* WP/08/224. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Lietaer, Bernard, Robert Ulanowicz, and Sally Goerner. 2008. "White Paper on the Options for Managing Systemic Bank Crises." *Mimeo*.
- Lindgren, Carl-John, Tomás J. T. Balirán, Charles Enoch, Anne-Marie Gulde, Marc Quintyn, and Leslie Teo. 1999. "Financial Crisis and Restructuring: Lessons from Asia." *Occasional Paper* no.188. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

- Mussa, Michael. 2005. "Sustaining Global Growth while Reducing External Imbalances." In *The United States and the World Economy*, edited by C. Fred Bergsten. Washington: Institute for International Economics.
- Perry, Guillermo, and Luis Servén. 2003. "The Anatomy of a Multiple Crisis: Why Was Argentina Special and What Can We Learn from It?" *Mimeo*. Washington: World Bank.
- Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff. 2008. "Is the 2007 US Sub-prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison." *NBER Working Paper* no.13761. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- Roubini, Nouriel, and Brad Setser. 2005. "Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005–2006." Paper written for the symposium "The Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Asian Development?" Federal Reserve Bank of San Francisco, San Francisco, February 4.
- Yanuarti, Tri dan Akhis R. Hutabarat. 2006. "Perbandingan Determinan Inflasi Indonesia, Malaysia, Thailand dan Filipina." *Bank Indonesia Working Paper* WP/05/2006. Jakarta: Bank Indonesia.
- Al-Jarhi, Mabit Ali. 2004. "Remedy for Banking Crises: What Chicago and Islam Have In Common: A Comment." *Islamic Economic Studies* vol.11 no.2. Jeddah, Saudi Arabia: Islamic Research and Training Institute.
- Ali, Salman Syed. 2006/2007. "Financial Distress and Bank Failure: Lessons from Closure of Ihlas Finans in Turkey." *Islamic Economic Studies* vol.14 no.1&2. Jeddah, Saudi Arabia: Islamic Research and Training Institute.
- Ali, Salman Syed. 2007. "Financial Distress and Bank Failure: Relevance for Islamic Banks." In *Islamic Banking and Finance: Fundamentals and Contemporary Issues*, edited by Salman Syed Ali and Ausaf Ahmad, Islamic Research and Training Institute – Universiti Brunei Darussalam, IRTI.
- Ascarya. 2007. *Akad dan Produk Bank Syariah*. Jakarta, Indonesia: Rajawali Pers.
- Ascarya, Ali Sakti, Noer A. Achsani, dan Diana Yumanita. 2008. "Towards Integrated Monetary Policy under Dual Financial System: Interest System vs. Profit-and-Loss Sharing System." *Paper*. UII-UKM International Forum on Islamic Economics: International Workshop on Exploring Islamic Economic Theory, Islamic University of Indonesia, Yogyakarta, Indonesia, August 11-12.
- Ascarya, Heni Hasanah, dan Noer A. Achsani. 2008. "Demand for Money and Monetary Stability under Dual Financial System in Indonesia." *Paper*. USIM Third Islamic Banking, Accounting and Finance Conference 2008, "Financial Intelligence in Wealth Management. Islam Hadhari's Perspectives," Universiti Sains Islam Malaysia, Kuala Lumpur Malaysia, July 29-30.

- Garcia, Valeriano F., Vicente Fretes Cibils, and Rodolfo Maino. 2004 "Remedy for Banking Crises: What Chicago and Islam Have In Common." *Islamic Economic Studies*, vol.11 no.2. Jeddah, Saudi Arabia: Islamic Research and Training Institute.
- Harahap, Sofyan S. 2008. "Ekonomi Syariah, Bretton Woods, KTT ASEM, dan AS." *Harian Republika* 3 November hal.6. Indonesia.
- Hasan, Zubair. 2002. "The 1997-1998 Financial Crisis in Malaysia: Causes, Response, and Results." *Islamic Economic Studies*, vol.9 no.2. Jeddah, Saudi Arabia: Islamic Research and Training Institute.
- Hasan, Zubair. 2003. "The 1997-1998 Financial Crisis in Malaysia: Causes, Response, and Results – A Rejoinder." *Islamic Economic Studies*, vol.10 no.2. Jeddah, Saudi Arabia: Islamic Research and Training Institute.
- Idris, Handi R. 2008. "OKI, IDB Bersikaplah!" *Harian Republika* 3 November hal.7. Indonesia.
- Izhar, Hylmun. 2008. "Keuangan Syariah dan Krisis Ekonomi." *Harian Republika* 3 November hal.6. Indonesia.
- Rusydiana, Aam S. dan Ascarya. 2008. "Determinan Inflasi Indonesia: Perbandingan Pendekatan Islam dan Konvensional." *Mimeo*.
- Sakti, Ali. 2007. *Sistem Ekonomi Islam: Jawaban atas Kekacauan Ekonomi Modern*. Paradigma & Aqsa Publishing, Jakarta, Indonesia.
- Sanrego, Yulizar D. dan Nuruddin Mhd. Ali. 2008. "Krisis Global dan Babak Baru Ekonomi Islam." *Mimeo*.
- Shodiq, Muhammad. 2008. "Ekonomi Syariah, Solusi Krisis Keuangan Global." *Harian Republika* 24 November hal.6. Indonesia.
- Siddiqi, Muhammad N. 2008. "Current Financial Crisis and Islamic Economics." *Mimeo*.
- Thomas, Abdulkader. 2008. "Lessons Not to Learn." *Islamic Finance Asia* October/November edition.

LAMPIRAN

Tabel Lampiran III.1 The Results of Stationary Tests for Original Model				
Variable	ADF Value		Phillips Perron Value	
	Level	1st Difference	Level	1st Difference
LNINF	-2.054813	-5.813510	-2.205655	-6.031241
LNFM	-0.451516	-5.129169	-0.539663	-4.935065
LNEXC	-3.353963	-7.634553	-3.433336	-7.634553
IR	-2.299623	-3.148172	-1.535057	-3.085059

Note: Boldface indicates that the data is stationary at 5% McKinnon critical value.

Tabel Lampiran III.2 The Results of Stationary Tests for Alternative Islamic Model				
Variable	ADF Value		Phillips Perron Value	
	Level	1st Difference	Level	1st Difference
LNINF	-2.054813	-5.813510	-2.205655	-6.031241
LNJM	-2.178651	-7.508594	-1.469565	-4.661710
LNGOLD	-2.777781	-8.408193	-2.875405	-8.429406
PLS	-3.232887	-11.17122	-3.110523	-11.86335

Note: Boldface indicates that the data is stationary at 5% McKinnon critical value.

Tabel Lampiran III.3 The Results of Optimal Lag Selection Tests for Original Model						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	545.3692	NA	5.20E-12	-14.63160	-14.50706	-14.58192
1	597.2678	96.78388	1.97E-12	-15.60183	-14.97911*	-15.35342
2	620.6983	41.16155*	1.62E-12*	-15.80266*	-14.68176	-15.35552*
3	630.0964	15.49426	1.95E-12	-15.62423	-14.00515	-14.97836
4	633.9896	5.997599	2.76E-12	-15.29702	-13.17977	-14.45242
5	641.4880	10.74096	3.58E-12	-15.06724	-12.45182	-14.02392
6	652.4645	14.53645	4.30E-12	-14.93147	-11.81787	-13.68942

Tabel Lampiran III.4
The Results of Optimal Lag Selection Tests for Alternative Islamic Model

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-36.95116	NA	3.55E-05	1.106788	1.231332	1.156470
1	329.3795	683.1572	2.75E-09*	-8.361609*	-7.738889*	-8.113198*
2	343.7805	25.29897	2.88E-09	-8.318391	-7.197495	-7.871252
3	357.4346	22.51087	3.10E-09	-8.254990	-6.635917	-7.609122
4	375.1223	27.24859*	3.02E-09	-8.300603	-6.183354	-7.456006
5	388.3613	18.96404	3.35E-09	-8.225982	-5.610557	-7.182657
6	395.6676	9.675790	4.44E-09	-7.991015	-4.877414	-6.748961
7	412.1965	20.10282	4.68E-09	-8.005312	-4.393534	-6.564529

Tabel Lampiran III.5
The Results of Cointegration Tests for Original Model
Unrestricted Cointegration Rank Test

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value
None **	0.349216	53.02090	47.21	54.46
At most 1	0.163119	19.08431	29.68	35.65
At most 2	0.058680	5.016495	15.41	20.04
At most 3	0.003023	0.239183	3.76	6.65

(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level
 Trace test indicates 1 cointegrating equation(s) at the 5% level

Tabel Lampiran III.6
The Results of Cointegration Tests for Alternative Islamic Model
Unrestricted Cointegration Rank Test

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value
None **	0.297366	47.08473	39.89	45.58
At most 1	0.120815	19.20413	24.31	29.75
At most 2	0.075747	9.032114	12.53	16.31
At most 3	0.034936	2.809291	3.84	6.51

(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level
 Trace test indicates 1 cointegrating equation(s) at the 5% level

Tabel Lampiran III.7 The Results of Stability Tests for Original Model				
Model	Kisaran Modulus	Kisaran Modulus	Kisaran Modulus	Kisaran Modulus
Lag 10	0.984235	0.942561	0.910376	0.848700
	0.984235	0.942561	0.910376	0.834046
	0.961798	0.939534	0.907208	0.834046
	0.961798	0.939534	0.907208	0.800115
	0.951371	0.937633	0.906425	0.800115
	0.951371	0.937633	0.906425	0.695685
	0.950928	0.932337	0.900471	0.617155
	0.950928	0.932337	0.900471	0.617155
	0.942834	0.925312	0.896148	0.510481
	0.942834	0.925312	0.896148	0.184767

Tabel Lampiran III.8 The Results of Stability Tests for Original Model				
Model	Kisaran Modulus	Kisaran Modulus	Kisaran Modulus	Kisaran Modulus
Lag 11	0.997073	0.833917	0.794679	0.694789
	0.925203	0.815483	0.766975	0.687197
	0.914299	0.815483	0.766975	0.687197
	0.914299	0.795255	0.728143	0.647026
	0.903334	0.795255	0.728143	0.647026
	0.833917	0.794679	0.694789	0.070512

Tabel Lampiran III.9 The Estimation Results for Original Model		
Vector Error Correction Model		
Short-term		
CointEq1	0.003345	[1.16654]
D(LNINF(-1))	-0.115715	[-1.12716]
D(LNFM(-1))	0.035004	[1.61484]
D(LNEXC(-1))	0.073466	[1.75436]
D(IR(-1))	0.028526	[5.07153]*
Long-term		
LNFM(-1)	0.840164	[-3.39005]*
LNEXC(-1)	9.629346	[-5.99422]*
IR(-1)	0.078738	[-2.32496]*

Tabel Lampiran III.10
The Estimation Results for Alternative Islamic Model

Vector Error Correction Model		
Short-term		
CointEq1	-0.001492	[-0.52098]
D(LNINF(-1))	0.094799	[0.81474]
D(LNJM(-1))	0.003005	[0.20150]
D(LNGOLD(-1))	-0.004251	[-0.19132]
D(PLS(-1))	-9.73E-05	[-0.08623]
Long-term		
LNJM(-1)	-0.350296	[0.68344]
LNGOLD(-1)	0.875140	[-2.70461]*
PLS(-1)	-0.309382	[3.84134]*