

REKONSTRUKSI *TIME VALUE OF MONEY* MENUJU *ECONOMIC VALUE OF MONEY* UNTUK KEUANGAN ISLAM

Muhamad¹

Abstract

As the cornerstone of conventional financial system, Time Value of Money (TVM) is quite differ from the Islamic financial system, because the existing element of Riba. On this basis, it is necessary for the Muslim economist to rectify those concepts by proposing the concept of Economic Value System (EVT) that is how someone utilizes the time. The increase of money value is determined by the economic activity and not by the course of time. Therefore, the economic actors should utilize the time and optimize the economic activities as to obtain the value added requirements. The economic value added in Islamic financial system is the result of return, ratio, velocity and capital.

Keyword: TVM, EVT, cost of capital, masalah

A. Pendahuluan

Keuangan merupakan hal penting dalam kehidupan ekonomi. Oleh karena itu, masalah keuangan ini perlu mendapatkan perhatian secara serius. Keberhasilan pengelolaan keuangan sangat ditentukan oleh prinsip yang digunakan. Islam sebagai salah satu agama yang diperuntukkan untuk segenap manusia telah memberikan prinsip-prinsip dasar dalam mengelola uang dan modal itu, baik untuk aktivitas bisnis maupun investasi.

Dewasa ini, banyak perkembangan baru yang terkait dalam bidang ekonomi-keuangan misalnya masalah mata uang, pola transaksi perdagangan dan sebagainya. Sebagaimana perkembangan instrumen keuangan yang akan dibahas dalam tulisan ini, kesemuanya adalah hal baru yang perlu dikaji. Seperti halnya dalam bidang atau transaksi pasar modal. Terkait dengan aktivitas di dalam pasar modal, banyak aspek yang perlu dicermati, sebab belum tentu sesuai dengan prinsip

¹ Adalah dosen Sekolah Tinggi Ekonomi Islam (STEI) Yogyakarta.

atau kaidah ekonomi Islam, seperti: konsep *Time Value Of Money* (selanjutnya ditulis “*TVM*”) atau *positive time preference*. Bolehkah konsep ini diterapkan dalam sistem keuangan syari’ah? Jika boleh, model apa yang dapat dijadikan sebagai *benchmark* dalam menentukan tingkat diskonto? Bolehkah kita menggunakan tingkat suku bunga sebagai *benchmark* atau mungkin lebih tepat digunakan saja rata-rata *cost of equity* dari perusahaan pada industri tertentu? Dapatkah konsep *TVM* sebagai dasar dalam penentuan angsuran pokok dan *margin* pada pinjaman *murabahah* dan seterusnya. Sebab jangan sampai kita akan melakukan segalanya dengan dasar dalih demi kepentingan umat (*maslahah*).

B. Karakteristik Keuangan Syariah

Perkembangan industri perbankan dan keuangan syariah di Indonesia dalam satu dasawarsa belakangan ini mengalami kemajuan yang sangat pesat, seperti perbankan syariah, asuransi syariah, pasar modal syariah, reksadana syariah, obligasi syariah, pegadaian syariah, leasing syariah dan Baitul Mal wat Tamwil (BMT). Demikian pula di sektor riil, seperti Hotel Syariah dan Multi Level Marketing Syariah. Di sektor sosial (*voluntery*) bermunculan pengembangan konsep, seperti: zakat profesi, zakat produktif, wakaf produktif dan wakaf uang. Pertanyaannya adalah mengapa lembaga-lembaga tersebut bermunculan?

Salah satu jawabannya adalah bahwa dalam praktek lembaga dan sistem keuangan konvensional mengandung beberapa aspek yang bertentangan dengan ajaran Islam yang berhubungan dengan keuangan. Oleh karena itu, sudah selayaknya kalau ada upaya membangun suatu konstruksi sistem dan lembaga keuangan syariah. Di samping itu, sistem dan lembaga keuangan syariah memiliki karakteristik yang tidak ada dalam sistem dan lembaga keuangan konvensional. Adapun karakteristik (sistem dan lembaga) keuangan syariah adalah dijalankan berdasarkan prinsip syariah, implementasi prinsip ekonomi Islam dengan ciri-ciri; pelarangan riba dalam

berbagai bentuknya, tidak mengenal konsep “*TVM*” dan uang sebagai alat tukar bukan komoditi yang diperdagangkan, beroperasi atas dasar bagi hasil, kegiatan usaha untuk memperoleh imbalan atas jasa, tidak menggunakan “bunga” sebagai alat untuk memperoleh pendapatan, berasaskan pada kemitraan, keadilan, transparansi dan universal, dan tidak membedakan secara tegas sektor moneter dan sektor riil, namun dapat melakukan transaksi-transaksi sektor riil.²

Berdasarkan karakteristik tersebut di atas, jelas bahwa dalam sistem, prosedur, mekanisme dan teknik keuangannya berbeda antara keuangan syariah dengan keuangan konvensional. Hal yang paling penting dan selalu menjadi akar masalah adalah masalah riba dan nilai waktu uang (*TVM*). Konsep ini dalam keuangan konvensional menjadi konsep yang sangat di”dewa-dewa”kan. Konsep *TVM* itu pula yang menjadi jantung dalam mekanisme keuangan konvensional. Sementara *TVM* adalah konsep yang harus ditinggalkan dalam sistem dan mekanisme keuangan syariah.

C. Konsep *TVM* dan *Cost of Capital*

Evolusi konsep riba ke dalam bunga tidak lepas dari lembaga keuangan. Lembaga keuangan muncul, karena kebutuhan modal untuk membiayai industri dan perdagangan. Modalnya terutama berasal dari kaum pedagang (*sāhib al-māl*). Oleh karena itu para bankir umumnya berasal dari pedagang.³ Namun, siapakah yang bersedia meminjamkan uang untuk membiayai industri dengan cuma-cuma, apalagi dalam jumlah yang sangat besar.⁴

Persoalan riba sebenarnya sangat berkaitan erat dengan masalah uang. Sebagai perbandingan dengan ekonomi konvensional (kapitalisme), Islam membicarakan uang sebagai sarana penukar dan penyimpan nilai, tetapi uang bukanlah barang dagangan. Sehingga

² Muhamad, *Manajemen Bank Syariah*, (Yogyakarta: UPP STIM YKPN Yogyakarta, 2011), hlm. 86

³ Muhammad (ed), *Bank Syari’ah Analisis Kekuatan, Kelemahan, Peluang dan Ancaman*, (Yogyakarta: Ekonisia, 2004), hlm. 32

⁴ *Ibid*, hlm. 32

uang menjadi berguna hanya jika ditukar dengan benda yang nyata atau jika digunakan untuk membeli jasa. Berkenaan dengan uang, bahwasannya dalam ekonomi konvensional timbul pemikiran nilai uang menurut waktu (*TVM*). *TVM* merupakan nilainya uang yang bertambah karena perjalanan waktu, bukan didasarkan pada aktivitas ekonomi apa yang dilakukan.

TVM dilatarbelakangi oleh adanya anggapan hilangnya pemilik modal akan biaya kesempatan (*opportunity cost*), pada saat ia meminjamkan uang kepada pihak lain. Sehingga pemilik modal membebankan nilai persentase tertentu sebagai kompensasinya. Selain itu, *TVM* pada dasarnya merupakan intervensi konsep biologi dalam bidang ekonomi. Konsep *TVM* muncul karena adanya anggapan uang disamakan dengan barang yang hidup (sel hidup). Sel yang hidup, untuk satuan waktu tertentu dapat menjadi lebih besar dan berkembang.⁵

Pertumbuhan sel dalam ilmu biologi diformulasikan dengan rumus [$Pb = P0 (1 + g)^t$].⁶ Formula ini kemudian diadopsi dalam ilmu keuangan. Akibatnya dirumuskan sebagai sesuatu yang hidup terjadi. Dari formula tersebut dalam ilmu ekonomi dirubah menjadi rumus [$FV = PV (1+i)^n$].⁷

Uang bukanlah sesuatu yang hidup dan berkembang dengan sendirinya. Implikasi dari ini semua dalam dunia bisnis selalu dihadapkan pada untung dan rugi. Keuntungan dan kerugian tidak dapat dipastikan untuk masa yang akan datang.⁸ Keuntungan yang diperoleh dalam bisnis tidak hanya keuntungan di dunia, namun yang dicari adalah keuntungan akhirat juga. Teori keuangan konvensional yang telah mendasarkan argumen bunganya dengan konsep *TVM*. Konsep ini kemudian ditolak oleh para ekonom Islam dengan

⁵ Muhammad, *Dasar-dasar Keuangan Islami*, (Yogyakarta: UII Press, 2004), hlm. 72

⁶ Ket.; Pb : Pertumbuhan Sel, Po: Sel pada awalnya, g: Pertumbuhan (*growth*), dan t: Waktu. *Ibid.*, hlm. 72

⁷ Ket.; FV: Future Value (Nilai uang masa yang akan datang), PV: Present Value (Nilai uang masa sekarang), i: Tingkat suku bunga, dan n: Waktu. *Ibid.*, hlm. 72

⁸ *Ibid.*, hlm. 73

alasan *TVM*. Hakikat waktu itu sama, yaitu 24 jam sehari. Faktor yang menentukan nilai waktu adalah bagaimana seseorang memanfaatkan waktu itu. Sehingga karenanya, siapapun pelakunya tanpa memandang suku, agama dan ras secara *sunnah Allāh*, ia akan mendapatkan keuntungan dunia. Dalam Islam selain waktu diisi dengan efektif (tepat guna) dan efisien (tepat cara), ia juga harus didasari dengan keimanan.⁹

Dalam ekonomi konvensional, *TVM* didefinisikan sebagai: *a dollar today is worth more than a dollar in the future because a dollar today can be invested to get a return*. Ada dua alasan yang mendasari konsep *TVM*, yakni: *presence of inflation (adanya inflasi)*, dan *preference present consumption to future consumption* (konsumsi hari ini lebih disukai daripada konsumsi pada waktu akan datang). Kedua istilah tersebut dikenal juga dengan istilah teori bunga *abstinence* (penundaan konsumsi) dan *time preference theory* (saat ini lebih berharga dari masa akan datang).

Argumen adanya inflasi tidak dapat diterima karena tidak lengkap kondisinya (*non exhausted condition*). Dalam setiap perekonomian selalu ada keadaan inflasi dan deflasi. Bila keadaan inflasi dijadikan alasan *TVM*, seharusnya keadaan deflasi menjadi alasan adanya *negative TVM*. Sedangkan *time preference theory* ditolak dalam ekonomi syariah karena bertentangan dengan prinsip *al-gunm bi-lā gurm* (mendapatkan hasil tanpa memperhatikan suatu risiko) dan *al-kharj bi-lā zam* (memperoleh hasil tanpa mengeluarkan suatu biaya). Teori ini ditolak juga oleh teori *finance*.

Apabila inflasi dijadikan alasan sebagai akibat adanya *TVM* dalam sistem ekonomi atau keuangan. Inflasi yang diartikan naiknya harga barang dalam waktu tertentu tidak semata diakibatkan oleh bunga (sebagai kompensasi *opportunity cost*), inflasi dapat terjadi karena produsen mengambil keuntungan semakin meningkat, selain tentunya faktor-faktor lain. Penentuan bunga sebagai faktor penentu inflasi

⁹ Adiwarmar Karim, *Bank Islam Analisis Fiqih dan Keuangan*, (Jakarta: Rajawali Press, 2010), hlm. 22

adalah suatu tindakan menyederhanakan masalah atau konsep. Tindakan ini hanya menguntungkan sebelah pihak yang tidak mau merugi. Padahal setiap tindakan (ekonomi maupun non ekonomi) akan mengandung hasil dan rugi (*return and risk*). Konsekuensi ini harus ditanggung bersama oleh pihak-pihak yang bersinggungan (transaksi).

Kredit konvensional yang terdapat *TVM*, karena adanya *opportunity cost* yang hilang dan kemudian dikompensasi dengan nilai persentase tertentu atas pokok pinjaman (jual beli kredit). Alasan mengenai ketidakpastian *return* dalam usaha. Dalam ekonomi konvensional, penerapan *TVM* tidak senaif yang dibayangkan, misalnya dengan mengabaikan ketidakpastian *return* yang akan diterima. Bila kompensasinya sebagai *discount rate*. Sehingga *discount rate* lebih bersifat umum.¹⁰ Sebab, dalam ekonomi Islam, penggunaan sejenis *discount rate* dalam menentukan harga *mu'ajjal* dapat dibenarkan. Hal ini dikarenakan: *pertama*, jual beli dan sewa menyewa adalah sektor riil yang menimbulkan *economic value added* (nilai tambah ekonomis), *kedua*, tertahannya hak si penjual (uang pembayaran) yang telah melaksanakan kewajibannya (menyerahkan barang atau jasa), sehingga ia tidak dapat melaksanakan kewajibannya kepada pihak lain.

Selain itu, ada beberapa asumsi dan kejadian yang dapat dijadikan rujukan analisisnya, yaitu : harga yang dibayar tangguh dapat lebih besar daripada harga yang dibayar sekarang, *Not due to inflation nor interest foregone*, adanya penahanan hak si pemilik barang, asumsi ini merujuk pada apa yang pernah dilakukan oleh Zaid Ibnu Ali Zainal Abidin Ibnu Husein Ibnu Abi Thalib.¹¹

Uang dengan sendirinya tidak memiliki nilai waktu. Namun waktulah yang memiliki nilai ekonomi. Dengan catatan bahwa waktu tersebut memang dimanfaatkan secara baik. Dengan adanya nilai waktu tersebut, maka kemudian dapat diukur dengan istilah atau batasan-batasan ekonomi. Sehubungan dengan tertahannya hak

¹⁰Muhammad, *Dasar-Dasar...*, hlm. 96

¹¹*Ibid.*, hlm. 73

pemilik barang dalam transaksi ekonomi, yang berkaitan dengan nilai waktu. Hal ini diilustrasikan sebagai berikut: apabila suatu barang dijual dengan tunai untung sebesar Rp. 500, maka penjual dapat membeli barang lain dan menjual barang beliannya tersebut. Dengan demikian, keuntungan penjual tersebut (dimungkinkan) dapat berlipat. Namun apabila barang dijual dengan tangguh bayar, maka hak penjual tertahan dan tidak dapat membeli barang lain. Sebagai kompensasi atas “tertahannya” hak penjual dari pembeli, maka Islam memberikan (mensahkan) harga tangguh lebih tinggi dari harga tunai.¹² Dalam ekonomi konvensional, ketidakpastian *return* dikonversi menjadi suatu kepastian melalui *premium for uncertainty*. Dalam setiap investasi tentu selalu ada probabilitas untuk mendapat *positive return*, *negative return*, dan *no return*.¹³ Adanya probabilitas inilah yang menimbulkan ketidakpastian.

Pembahasan mengenai *TVM* dan *cost of capital* tidak dapat dilepaskan dengan konsep diskonto. Konsep diskonto sangat penting dalam analisis teori modal dan investasi. Secara praktis, digunakan dalam evaluasi proyek ataupun keputusan investasi. Misalnya saja model *Net Present Value (NPV)*, *Cost Benefit Analysis*, *Internal Required Rate of Return*, *Dividen Model* dalam *asset valuation*. Diskonto inilah yang dimaksud dalam *TVM*.

Konsep *TVM* atau yang disebut ekonom sebagai *positive time preference* (selanjutnya disingkat “*PTP*”) menyebutkan bahwa nilai komoditi pada saat ini lebih tinggi dibanding nilainya di masa depan. Konsep yang dikembangkan oleh Von Bhom-Bawerk dalam *Capital and Interest* dan *Positive Theory of Capital* memang menyebutkan bahwa *PTP* merupakan pola ekonomi yang normal, sistematis dan rasional. Diskonto dalam *PTP* ini biasanya didasarkan pada, atau paling tidak berhubungan dengan tingkat bunga (*interest rate*).

Sejak terjadinya konvergensi pendapat dalam fikih, bahwa bunga diharamkan dalam Islam karena dianggap salah satu bentuk riba,

¹²*Ibid.*, hlm. 74

¹³*Ibid.*, hlm. 96

muncullah pertanyaan-pertanyaan tentang penggunaan diskonto dalam evaluasi investasi dan juga pemakaiannya sebagai *cost of capital*. Misalnya, apakah penggunaannya secara mendasar bertentangan dengan prinsip dasar pelarangan riba tersebut?

Terdapat perbedaan pendapat dalam hal ini, yang berarti belum terdapat kesepakatan. Tetapi ada penyingkapan yang cukup sama terhadap teori *PTP*, yaitu bahwa teori tersebut tidak bisa diasumsikan begitu juga saja diterima secara menyeluruh di kalangan ekonom. Kalau disebutkan bahwa *PTP* merupakan pola yang wajar dan normal dengan melihat latar historis, maka yang rasional justru yang memungkinkan terjadinya *positive* maupun *negative time preference*.¹⁴ Kemungkinan positif maupun negatif dan bahkan *zero time preference* adalah karena ketidakpastian (*uncertainty*) di masa depan.¹⁵

Perbedaan pendapat terjadi pada saat suatu *rate* tertentu digunakan sebagai faktor diskonto. Ahli yang satu menganggap dilarang karena Islam tidak membolehkan riba. Di pihak lain, ditemukan adanya praktek penjualan dalam bentuk *bai' as-salam* dan *bai' al-mu'ajjal* yang ternyata tidak dilarang dalam Islam. Dalam praktek penjualan yang demikian, harga komoditi boleh berbeda dengan harga *spot*-nya dengan adanya pelibatan waktu dalam proses pertukaran. Secara sederhana, terkadang ini dianggap bentuk pengakuan *TVM* atau adanya tingkat diskonto.

Shabir F. Ulgener¹⁶ membolehkan *interest rate* dipakai sebagai faktor diskonto. Menurut Ulgener yang diperlukan adalah pembedaan *interest* sebagai suatu surplus (*riba*) dengan *interest* sebagai faktor penghitungan efisiensi ekonomi. Anas Zarqa sendiri menyebutkan diskonto didasari oleh *opportunity cost* untuk efisiensi, karena ekonom pun sepakat bahwa mengabaikan diskonto akan menyebabkan

¹⁴ Abod, Sheikh Ghazali Sheikh, Syed Omar Syed Agil, dan Aidit Hj. Ghazali (ed.), *An Introduction to Islamic Finance*, (Kuala Lumpur : Quill Pub, 1992), hlm. 97

¹⁵ QS. Luqman (31) : 34. *Dan tiada seorang pun yang dapat mengetahui (dengan pasti) apa yang akan diusahakannya besok.*

¹⁶ Abod, Sheikh Ghazali Sheikh, Syed Omar Syed Agil, dan Aidit Hj. Ghazali, *An Introduction to...*, hlm. 76

hilangnya efisiensi, padahal Islam menghendaki efisiensi melalui pelarangan *isyraf* (sesuatu yang berlebihan = *waste*). Hanya saja dalam hal ini Zarqa tidak mau menggunakan *interest rate* sebagai faktor diskonto. Sebab, kalau kemudian diskonto membuat *interest* (bunga) harus pula diterima, sudah semestinya yang demikian itu ditolak. Sebagaimana Zarqa mengatakan :

*Since no real investment in an economy can be undertaken without facing risk, cash flow of such investment should be discounted not by riskless interest rate, but by true opportunity cost.*¹⁷

Sehubungan dengan hal di atas, maka yang dijadikan alternatif adalah *rate of return* dari aset berisiko, misalnya saham dengan menggunakan ukuran rasio *earning per share* dengan harga atau (E/P). Hal ini berangkat dari gagasan teorinya Modigliani dan Miller (MM) yang menyebutkan bahwa setiap aset memiliki *rate* yang berbeda-beda. Dengan demikian dapat disimpulkan, bahwa pembolehan penggunaan *rate* tertentu sebagai faktor diskonto didasarkan pada alasan bahwa *discount rate* dan *interest rate* merupakan dua hal yang berberda. Di samping itu, faktor diskonto ini diperlukan secara definitif untuk kepentingan efisiensi.

Pendapat yang menentang penggunaan *rate* sebagai faktor diskonto adalah disampaikan oleh M. Akram Khan (1992). Ia menolak konsep *PTP*. Sebab, penerimaan konsep diskonto dapat mendorong legitimasi *interest* (bunga) dan membuka pintu belakang bagi masuknya kembali riba. Sedangkan argumen tentang efisiensi adalah ditentukan oleh faktor penentunya, misalnya : proses manajerial, sehingga faktor diskonto bukan merupakan penentu suatu efisiensi. Lebih lanjut Akram tidak menyebut *opportunity cost* yang dikandung oleh faktor diskonto sebagai *cost of capital*. Oleh karena itulah, maka Vogel dan Hayes (1998) menyimpulkan bahwa sampai

¹⁷ *Ibid.*, hlm. 100

saat ini konsep *time value of capital* tidak ditolak sepenuhnya dalam hukum Islam (*fiqh*).¹⁸

Faktor diskonto yang digunakan sebagai *cost of capital* tergantung dari aset dan resiko yang dikandungnya. Islam tidak membolehkan pinjam-meminjam dengan bunga, namun Islam membolehkan pinjam-meminjam dengan basis *profit sharing*. Hal ini dapat ditafsirkan, bahwa Islam mendorong umatnya untuk menjadi investor dan bukan kred.. Investor selalu berhadapan dengan resiko, sejalan dengan konsep *profit/loss-sharing* yang berarti juga *risk sharing*. Dengan demikian, penghitungan *cost of capital* dalam pendanaan Islami akan menjurus pada *cost of equity*, karena *debt* dengan sistem tersebut pun diperlakukan seperti *equity*. Sehubungan dengan hal inilah, maka yang lazim digunakan adalah *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) untuk menentukan *rate of return*.

CAPM mengasumsikan bahwa *return* suatu sekuritas berbanding lurus dengan risikonya. Risiko yang digunakan adalah beta, yang mengukur risiko sekuritas yang bersangkutan terhadap risiko pasar. Sehubungan dengan ekuilibrium antara *return* dan risikonya dinyatakan dengan persamaan *Security Market Line* (SML), dengan rumus: $[E(R_i) = R_f + B_i [E(R_m) - R_f]]$.¹⁹

Dari persamaan tersebut dapat diketahui, bahwa di dalam CAPM memerlukan dua kondisi, yaitu (1) keberadaan *risk-free rate* dan (2) adanya *market portfolio* yang terdiversifikasi dengan baik. Dalam *Islamic Finance*, tampaknya hanya satu saja yang memungkinkan dipenuhi.

Bagi ilmuwan keuangan Barat, *proxy* untuk *risk-free rate* ditentukan dengan *T-Bill rate*.²⁰ Secara teoritis, tidak ada yang ekuivalen dalam *Islamic market*, karena tidak diperbolehkan pemerintah meminjam

¹⁸ Vogel Frank E. And Samuel L. Hayes, *Islamic Law and Finance : Religion, Risk and Return*, (The Hague : Kluwer Law International, 1998), hlm. 23

¹⁹ Ket.; E(R_i): *Expected return on risky security*, E(R_m): *Expected return on market portfolio*, R_f: *Risk-free rate*, dan B_i: $cov(R_i, R_m) / var(R_m)$. lihat, Iggi H. Achsien, *Investasi Syari'ah di Pasar Modal : Menggagas Konsep dan praktek Manajemen Portofolio Syari'ah*, (Jakarta : PT. Gramedia, 2000), hlm. 48

²⁰ Suad Husnan, *Manajemen Keuangan Teori dan penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*, (Yogyakarta: BPFE, 2000), hlm. 183

dengan basis bunga ini. Memang bisa dimungkinkan suatu pemerintah mengeluarkan sekuritas dengan tidak menggunakan *predetermined fixed rate*, tetapi dengan ukuran pertumbuhan GDP sebagai bentuk *profit sharing*. Meskipun demikian, hal ini tetap tidak dapat dianggap sebagai proksi dari *risk-free rate*. Lagi pula, sekuritas pemerintah yang demikian belum banyak tersedia di berbagai negara. Dalam konteks keuangan Islami, tampaknya CAPM sulit untuk digunakan. Karena adanya proksi untuk *risk-free rate*.

Sementara APT bisa dilihat kemungkinan penggunaannya. APT juga dimanfaatkan untuk menentukan *capital risk-adjusted rate* yang dianggap pantas. Tidak seperti CAPM, APT tidak digunakan untuk mengidentifikasi portofolio mana yang efisien, tetapi mengasumsikan bahwa *return* setiap aset bergantung pada pengaruh beberapa faktor ditambah dengan “*noise*.”²¹ Sehingga diformulasikan adalah $[R_i = B_{1i} (\text{faktor 1}) + B_{2i} (\text{faktor 2}) + \dots + B_{ki} (\text{faktor k}) + e_i]$ ²²

Keberhasilan model ini tergantung pada kemampuannya menemukan dan menentukan daftar faktor yang dapat dimasukkan dalam model. Dengan demikian, modifikasi dengan penyesuaian kondisi pasar keuangan Islami mungkin dilakukan. Oleh karena itu, diversifikasi secara baik dalam pasar portofolio dapat dilakukan. Ini terbukti, bahwa belakangan ini telah ditunjukkan perkembangan pasar modal Islami yang menggembirakan. Misalnya telah ada *Dow Jones Islamic Index* (DJII) untuk portofolio pasar internasional, *Rashid Hussein Bhd. Islamic Index* (RHBI) di Malaysia, yang dapat dijadikan *benchmark* untuk *market portfolio*. Di Indonesia, sejak tahun 2000 telah diselenggarakan Jakarta Islamic Index yang diluncurkan di Bursa Efek Jakarta.

Definisi *TVM* sebagaimana diungkapkan di atas tidak akurat, karena setiap investasi selalu mempunyai peluang atau kemungkinan untuk mendapat hasil positif, negatif atau impas. Itu sebabnya dalam teori keuangan, selalu dikenal hubungan antara *risk return*. Ada dua

²¹ Vogel Frank E. And Samuel L. Hayes, *Islamic Law...*, hlm. 207

²² Iggi H. Achsien, *Investasi Syari'ah di Pasar Modal : Menggagas Konsep...*, hlm. 49

alasan dari ekonomi konvensional terhadap teori *TVM*, yaitu : *Presence of inflation* dan *Preference present consumption to future consumption*.²³

Alasan pertama tidak dapat diterima karena tidak lengkap kondisinya. Dalam setiap perekonomian selalu ada keadaan inflasi dan keadaan deflasi. Bila keberadaan inflasi menjadi alasan adanya *TVM*, maka seharusnya keberadaan deflasi juga harus menjadi alasannya adanya *negative TVM*. Dengan demikian, selama ini hanya ada satu kondisi saja (inflasi) yang diakomodasi oleh teori *TVM*; sedangkan kondisi deflasi diabaikan. Alasan mengenai ketidakpastian *return* dalam usaha. Dalam ekonomi konvensional, penerapan *TVM* tidak senaif yang dibayangkan, misalnya dengan mengabaikan ketidakpastian *return* yang akan diterima. Bila unsur ketidakpastian *return* ini dimasukkan, ekonomi konvensional menyebut kompensasinya sebagai *discount rate*. Jadi istilah *discount rate* lebih bersifat umum dibandingkan istilah *interest rate*.²⁴

Jadi, dalam ekonomi konvensional, ketidakpastian *return* dikonversi menjadi suatu kepastian melalui *premium for uncertainty*. Dalam setiap investasi tentu selalu ada probabilitas untuk mendapat *positive return*, *negative return*, dan *no return*. Adanya probabilitas inilah yang menimbulkan ketidakpastian. Probabilitas untuk mendapat *negative return* dan *no return* yang dipertukarkan dengan sesuatu yang pasti yaitu *premium for uncertainty*.

D. Konsep *Economic Value of Time (EVT)*

Dewasa ini perkembangan teori keuangan Islam telah mengemuka. Namun, analisis munculnya teori keuangan Islam tersebut mengandung polemik. Polemik tersebut berhubungan dengan masalah riba. Al-Qur'an mengakui pentingnya membuat catatan²⁵ dan didukung lagi oleh kewajiban membayar zakat sejumlah

²³ *Ibid.*, hlm. 49

²⁴ *Ibid.*, hlm. 49

²⁵ QS. Al-Baqarah (2) : 282

tertentu yang harus disisihkan untuk delapan *asna'f*.²⁶ Al-Qur'an juga mengharamkan bunga uang yang selalu dianggap riba. Tetapi ada pertanyaan mendasar, apakah benar jika dianggap bahwa dosa riba adalah akibat teori *TVM*? Padahal, kebanyakan apa yang disebut al-Qur'an dan Bible tentang riba tampaknya menyangkut kegiatan yang mengambil keuntungan dari kaum fakir-miskin.²⁷ Oleh karena itu, ada hal yang harus dijelaskan tentang teori *TVM* dalam kaitannya dengan permasalahan riba dalam pandangan Islam, dan teori *EV* yang dibenarkan menurut pandangan Islam.

Teori tersebut dikembangkan pada abad ke-7 Masehi. Pada saat digunakannya emas dan perak sebagai alat tukar. Logam ini diterima sebagai alat tukar disebabkan nilai intrinsiknya, bukan karena mekanisme untuk dikembangkan selama periode itu, sehingga hubungan debitur/kreditur yang muncul bukan karena akibat transaksi dagang langsung, namun jelas merupakan transaksi "permintaan uang".²⁸ Sejak teori keuangan Islami lebih dekat dengan standar emas hampir pasti bahwa masyarakat Muslim lebih mudah ragu, apakah masalah keuangan dunia saat ini disebabkan oleh tidak dipakainya lagi standar emas atau sejenisnya.

Tentu saja, prinsip alat tukar ini sebagaimana sekarang dipahami semua negara Islam di mana saja, tetapi akhirnya akan condong kepada riba yang diharamkan. Dapat dipermasalahkan bahwa penolakan terhadap segala bentuk bunga dapat dibenarkan apabila dapat diperdebatkan apakah teori *TVM* benar-benar terjadi. Investasi dalam obligasi pemerintah yang stabil, adalah bebas dari risiko tidak dibayar, tetapi tidak bebas dari kerugian penyusutan nilainya yang sudah merupakan kenyataan sejarah di seluruh dunia.²⁹

Lagi pula, apa pun alasannya uang dengan jumlah yang sama sekarang lebih bernilai dibandingkan dengan uang saat nanti. Hal ini

²⁶ QS. At-Taubah (9) : 60

²⁷ T.E. Gambling dan R.A.A. Karim, "Islam and Social Accounting", *Journal of Business Finance & Accounting* 13, (1) Spring, 1986, hlm. 188

²⁸ *Ibid.*, hlm. 188

²⁹ *Ibid.*, hlm. 188

juga tergantung pada ketidakpastian hidup ini, seperti kematian kreditur yang akan menagih piutangnya. Apabila teori *TVM* hanya masalah keuntungan dan risiko, maka Islam akan menolaknya disebabkan masalah ketidakpastian di dunia ini juga sifat seluruh manusia dan tidak seorangpun berhak mengecualikan dirinya dari hal itu dengan sebesar biaya apa pun.

Tawney juga menyatakan bahwa pandangan semula yang melarang riba dalam gereja Kristen memberikan kesempatan pada Jahudi Diaspora untuk mengambil peranan usaha bank. Namun, perkembangan berikutnya terhadap riba lebih kaku dan cenderung membagi masalahnya pada aspek dunia dan akhirat dan memberi kesempatan bagi Kristen untuk melaksanakan kegiatan simpan pinjam.³⁰ Namun, terlalu sinis pun pandangan terhadap isu itu tidak tepat.

Hal ini membuktikan bahwa pengalaman yang biasa menimbulkan kontroversi tentang bagaimana melaksanakan bisnis yang benar sesuai dengan ketentuan Tuhan. Praktek sekarang mungkin lebih banyak penyesuaian daripada yang terjadi di permukaan. Pemisahan antara spiritual dan sekuler belum membebaskan masyarakat Barat dari perasaan berdosa akibat kegiatan bisnis³¹. Ternyata juga tidak ada pengaruh syariah terhadap pedagang Arab yang jujur dan dermawan. Respon masyarakat adalah sama-sama wajar. Di Barat kita melihat perkembangan Undang-undang jaminan sosial dari mulai *Elizabethan Poor Law* sampai sekarang ini. Sebagaimana disebutkan, syariah mengandung banyak aturan untuk memerangi kemiskinan melalui zakat.³²

Landasan atau keadaan yang digunakan oleh ekonomi konvensional inilah yang ditolak dalam ekonomi syariah, yaitu keadaan *al-gunm bi-lā gurm* (mendapatkan hasil tanpa memperhatikan

³⁰ RH. Tawney, *Religion and the Rise of Capitalism*, (Murray: Cheaper Edition, 1929), hlm. 12

³¹ M.S. Abdel salam, *Al-muḥāsabah fi al-Islām (Accounting in Islam)*, (Kairo : Dar Al-bayan Al-arabi, 1982), hlm. 111

³² *Ibid.*, hlm. 111

suatu risiko) dan *al-kharj bi-lā zam* (memperoleh hasil tanpa mengeluarkan suatu biaya). Sebenarnya keadaan ini juga ditolak oleh teori keuangan, yaitu dengan menjelaskan adanya hubungan antara *risk* dan *return*; bukanlah *return goes along with risk*?

Dalam pandangan Islam mengenai waktu, waktu bagi semua orang adalah sama kuantitasnya, yaitu 24 jam dalam sehari, 7 hari dalam sepekan. Nilai waktu antara satu orang dengan yang lainnya, akan berbeda dari sisi kualitasnya.³³ Jadi faktor yang menentukan nilai waktu adalah bagaimana seseorang memanfaatkan waktu itu. Semakin efektif (tepat guna) dan efisien (tepat cara), maka akan semakin tinggi nilai waktunya. Efektif dan efisien akan mendatangkan keuntungan di dunia bagi siapa saja yang melaksanakannya. Oleh karena itu, siapapun pelakunya tanpa memandang suku, agama dan ras, secara *sunnah Allah*, ia akan mendapatkan keuntungan di dunia.

Di dalam Islam, keuntungan bukan saja keuntungan di dunia, namun yang dicari adalah keuntungan di dunia dan akhirat.³⁴ Oleh karena itu, pemanfaatan waktu itu bukan saja harus efektif dan efisien, namun juga harus didasari dengan keimanan. Keimanan inilah yang akan mendatangkan keuntungan di akhirat. Sebaliknya, keimanan yang tidak mampu mendatangkan keuntungan di dunia berarti keimanan yang tidak diamalkan.

Jika ditarik dalam konteks ekonomi, maka keuntungan diperoleh setelah menjalankan aktivitas bisnis. Jadi barang siapa yang melakukan aktivitas bisnis secara efektif dan efisien, ia akan mendapatkan keuntungan. Namun demikian, ada pertanyaan dasar yang perlu didiskusikan, yaitu apa ukuran yang dapat digunakan

³³ Q.S al-‘Asr (103) : 1-3. (1) *Demi masa*; (2) *Sesungguhnya manusia itu benar-benar berada dalam kerugian*; (3) *kecuali orang-orang yang beriman dan mengerjakan amal saleh dan nasihat menasihati supaya menaati kebenaran dan nasihat menasihati supaya menetapi kesabaran*.

³⁴ QS. Al-Qaṣaṣ (28) : 77. *Dan carilah pada apa yang telah dianugerahkan Allah kepadamu (kebahagiaan) negeri akhirat, dan janganlah kamu melupakan bahagianmu dari (kenikmatan) duniawi dan berbuat baiklah (kepada orang lain) sebagaimana Allah telah berbuat baik kepadamu, dan janganlah kamu berbuat kerusakan di (muka) bumi. Sesungguhnya Allah tidak menyukai orang-orang yang berbuat kerusakan*.

untuk menetapkan besar keuntungan yang diramalkan jika dasar *interest rate* adalah dilarang dalam ajaran Islam.

Dalam ekonomi syariah, penggunaan sejenis *discount rate* dalam menentukan harga *bai' al-muajjal* (membayar tangguh) dapat digunakan. Hal ini dibenarkan, karena, *pertama*, jual beli dan sewa menyewa adalah sektor riil yang menimbulkan *economic value added* (nilai tambah ekonomis), *kedua*, tertahannya hak si penjual (uang pembayaran) yang telah melaksanakan kewajibannya (menyerahkan barang atau jasa), sehingga ia tidak dapat melaksanakan kewajibannya kepada pihak lain.³⁵

Begitu pula penggunaan *discount rate* dalam menentukan nisbah bagi hasil, dapat digunakan. Nisbah ini akan dikalikan dengan pendapatan aktual (*actual return*), bukan dengan pendapatan yang diharapkan (*expected return*). Transaksi bagi hasil berbeda dengan transaksi jual beli atau transaksi sewa menyewa, karena dalam transaksi bagi hasil hubungannya bukan antara penjual dengan pembeli atau penyewa dan yang menyewakan. Dalam transaksi bagi hasil, yang ada adalah hubungan antara pemodal dengan yang memproduksi modal tersebut. Jadi, tidak ada pihak yang telah melaksanakan kewajibannya namun masih tertahan haknya. *ṣāhib al-māl* telah melaksanakan kewajibannya, yaitu memberikan sejumlah modal, yang memproduksi modal (*muḍārib*) juga telah melaksanakan kewajibannya, yaitu memproduksi modal tersebut. Hak bagi *ṣāhib al-māl* dan *muḍārib* adalah berbagi hasil atas pendapatan atau keuntungan tersebut, sesuai kesepakatan awal apakah bagi hasil itu akan dilakukan atas pendapatan atau keuntungan. Perbedaan antara *interest rate* dengan *discount rate* dapat disimpulkan seperti tabel berikut.

³⁵Adiwarman A. Karim, "Makro Ekonomi Islam?", Modul Kuliah Ekstra Kurikuler Shari'ah Economic Forum Fakultas Ekonomi UGM, Yogyakarta : 2001, hlm. 4

Perbedaan antara *Interest rate* dengan *Discount rate* dalam Pandangan Ekonomi Konvensional dan Ekonomi Syariah

<i>Certainty Return</i>		<i>Uncertainty Return</i>	
Ekonomi Konvensional	Ekonomi Syari'ah	Ekonomi Konvensional	Ekonomi Syari'ah
<p><i>Interest rate</i> ditentukan oleh :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Preferency current consumption</i> 2. <i>Expected inflation</i> 	<p>Keuntungan dalam jual beli/ sewa menyewa secara bayar tangguh ditentukan oleh :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Tingkat keuntungan setiap kali transaksi 2. Frekuensi transaksi dalam satu periode 	<p><i>Discount rate</i> ditentukan oleh :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Preferency current consumption</i> 2. <i>Expected inflation</i> 3. <i>Premium for uncertainty</i>, <p>Dengan kata lain, <i>actual return</i> dipaksakan harus sama dengan <i>expected return</i>-nya</p> 	<p><i>Discount rate</i> ditentukan atas dasar harapan keuntungan (<i>expected return</i>), dan digunakan untuk menentukan nisbah bagi hasil</p> <p>Bagi hasil yang harus dibayar adalah nisbah bagi hasil dikalikan dengan pendapatan aktualnya (<i>actual return</i>)</p> <p>Dengan kata lain, pendapatan aktual (<i>actual return</i>) tidak harus sama dengan pendapatan yang diharapkan (<i>expected return</i>).</p>

Ajaran Islam mendorong pemeluknya untuk selalu menginvestasikan tabungannya.³⁶ Di samping itu, dalam melakukan investasi tidak menuntut secara pasti akan hasil yang akan datang.³⁷ Hasil investasi di masa yang akan datang sangat dipengaruhi banyak faktor, *baik* faktor yang dapat diprediksikan maupun tidak. Faktor-faktor yang dapat diprediksikan atau dihitung sebelumnya adalah : berapa banyaknya modal; berapa nisbah yang disepakati; berapa kali modal dapat diputar. Sementara faktor yang efeknya tidak dapat dihitung secara pasti atau sesuai dengan kejadian adalah *return* (perolehan usaha).

³⁶QS. At-Takasur (102) : 1-5

³⁷QS. Luqman (31): 34

E. *EVT* dan Teori '*aqd* dalam Islam

Gambaran hukum Islam mengenai prinsip-prinsip keuangan syariah adalah tercakup dalam bentuk '*aqd* dan bentuk instrumen keuangan. Dua hal ini akan memberi jalan bagi akademisi maupun investor yang ingin konsisten menggunakan prinsip Islam dalam menilai instrumen investasi yang tersedia di pasar modal. Berdasarkan prinsip-prinsip dasar di atas, para akademisi maupun investor tidak serta merta menolak atau memodifikasi instrumen keuangan yang ada. Namun demikian, masih ada peluang untuk melakukan perbaikan dan bahkan inovasi keuangan, maupun memberikan tawaran-tawaran baru instrumen keuangan untuk kesejahteraan dan kemanfaatan yang lebih luas (*maslahah mursalah*). Hubungan ikatan dagang dan keuangan di dalam Islam diatur dengan hukum fiqh muamalat. Fiqh muamalat membedakan antara *wa'ad* dengan '*aqd*.

Wa'ad adalah janji (*promise*) antara satu pihak dengan pihak lain. *Wa'ad* hanya mengikat satu pihak, yaitu pihak yang memberi janji berkewajiban untuk melaksanakan kewajibannya. Sedangkan pihak yang diberi janji tidak memikul kewajiban apa-apa terhadap pihak lainnya. *Wa'ad* belum ditetapkan secara rinci dan spesifik *terms and condition*-nya. Dengan demikian, bila pihak yang berjanji tidak dapat memenuhi janjinya, maka sanksi yang diterimanya lebih merupakan sanksi moral.

Aqd adalah ikatan kontrak dua pihak yang telah bersepakat. Hal ini berarti di dalam '*aqd* masing-masing pihak terikat untuk melaksanakan kewajiban mereka masing-masing yang telah disepakati terlebih dahulu. '*aqd* telah disepakati secara rinci dan spesifik tentang *terms and condition*-nya. Dengan demikian, bila salah satu atau kedua pihak yang terikat dalam kontrak itu tidak dapat memenuhi kewajibannya, maka salah satu atau kedua pihak tersebut menerima sanksi yang sudah disepakati dalam akad.

Di dalam fiqh muamalat, pembahasan '*aqd* berdasarkan segi ada atau tidak adanya kompensasi dibedakan menjadi dua jenis, yaitu: '*aqd*

tabarru' dan *'aqd tijārah mu'awwadah*. Dengan penjelasan sebagai berikut:

'Aqd tabarru', (*tabarru'* berasal dari kata *birr* dalam bahasa Arab, yang artinya kebaikan) adalah segala macam perjanjian yang menyangkut transaksi nirlaba atau transaksi tidak mengambil untuk. Dengan kata lain, *'aqd tabarru'*, pada hakikatnya bukan transaksi bisnis untuk mencari keuntungan komersil. Tujuan diterapkannya *'aqd tabarru'*, adalah untuk aktivitas tolong-menolong dalam rangka berbuat kebaikan. Dalam *'aqd tabarru'*, pihak yang berbuat kebaikan tersebut tidak berhak mensyaratkan imbalan apa pun kepada pihak lainnya. Imbalan dari *'aqd tabarru'* adalah dari Allah Swt., bukan dari manusia. Namun demikian, pihak yang berbuat kebaikan tersebut boleh meminta kepada *counterpart*-nya untuk sekadar menutupi biaya (*cover the cost*) yang dikeluarkannya untuk dapat melakukan *'aqd tabarru'* tersebut. Namun ia tidak boleh sedikit pun mengambil laba dari *'aqd tabarru'* itu. Aktivitas yang tergolong dalam *'aqd tabarru'* adalah: (1) meminjamkan uang, (2) Meminjamkan jasa dan (3) Memberikan sesuatu.

Aktivitas meminjamkan uang dapat dilakukan dengan tiga cara, yaitu: (1) meminjamkan harta atau *qard* (pinjaman), (2) meminjamkan harta dengan diberikan agunan oleh si peminjam atau *rahn* (gadai) dan (3) meminjamkan harta untuk mengambil alih pinjaman dari pihak lain disebut *hiwālah* (pengalihan utang).

Aktivitas meminjamkan jasa dapat dilakukan dengan tiga cara, yaitu: (1) meminjamkan jasa pada saat ini untuk melakukan sesuatu atas nama orang lain disebut *wakalah*, (2) memberikan jasa untuk pemeliharaan uang atau barang disebut *wadi'ah* dan (3) memberikan jasa untuk melakukan sesuatu apabila terjadi sesuatu disebut *kafalah*. Aktivitas memberikan sesuatu yang dimiliki kepada orang lain dapat dilakukan dengan cara *hibah*, *sadaqah*, *waqf* dan lain sebagainya.

Fungsi *'aqd tabarru'* adalah untuk mencari keuntungan akhirat, karena itu bukan *'aqd bisnis*. Jadi, *'aqd* ini tidak dapat digunakan untuk tujuan-tujuan komersil. Bila tujuan kita adalah mendapatkan laba,

gunakanlah akad-akad yang bersifat komersil, yakni *'aqd tijārah*. Namun demikian, bukan berarti *'aqd tabarru'* sama sekali tidak dapat digunakan dalam kegiatan komersil. Bahkan pada kenyataannya, penggunaan *tabarru'* sering sangat vital dalam transaksi komersil, karena *'aqd tabarru'* ini dapat digunakan untuk menjembatani atau memperlancar akad-akad *tijārah*.

'Aqd Tijārah, (berarti perdagangan= aktivitas mencari untung) adalah segala macam perjanjian yang menyangkut *for profit transaction*. Akad-akad ini dilakukan dengan tujuan mencari keuntungan, karena itu bersifat komersil. Contoh *'aqd tijārah* adalah akad-akad investasi, jual-beli, sewa-menyewa dan lain-lain. Di dalam menjalankan investasi, hasil atau keuntungan kadang dapat dipastikan dan kadang tidak dapat dipastikan. Oleh karena itu, berdasarkan tingkat kepastian dari hasil yang diperolehnya, *'aqd tijārah* dapat bagi menjadi dua kelompok besar, yakni: (1) *Natural Uncertainty Contracts* dan (2) *Natural Certainty Contracts*.

Natural Certainty Contracts atau kontrak yang secara alamiah memberikan hasil pasti adalah kontrak yang dilakukan oleh kedua belah pihak untuk saling mempertukarkan aset yang dimilikinya, karena itu objek pertukarannya (baik barang maupun jasa) pun harus ditetapkan di awal *'aqd* dengan pasti, baik jumlahnya (*quantity*), mutunya (*quality*), harganya (*price*) dan waktu penyerahannya (*time of delivery*). Jadi, kontrak-kontrak ini secara *sunnah Allāh (by their nature)* menawarkan *return* yang tetap dan pasti. Jenis kontrak ini adalah kontrak-kontrak jual-beli, upah-mengupah, sewa-menyewa dan lain-lain, yakni sebagai berikut: (1) *'aqd* Jual-Beli (*Al-Bai' Salam*, dan *Istishna'*) dan (2) *'aqd* Sewa-Menyewa (*Ijārah* dan *Ijārah Muntahī bi at-tamlik*).

Dalam akad-akad di atas, pihak-pihak yang bertransaksi saling mempertukarkan asetnya (baik *real assets* maupun *financial assets*). Jadi masing-masing pihak tetap berdiri-sendiri (tidak saling bercampur membentuk usaha baru), sehingga tidak ada pertanggungans risiko bersama. Juga tidak ada percampuran aset si A dengan aset si B. Yang

ada misalnya adalah si A memberikan barang ke B, kemudian sebagai gantinya B menyerahkan uang kepada A. Di sini *barang* ditukarkan dengan *uang*, sehingga terjadilah kontrak jual-beli (*al-bai'*).

Natural Uncertainty Contracts atau kontrak yang secara alamiah tidak memberikan hasil pasti, adalah kontrak yang terjadi jika pihak-pihak yang bertransaksi saling mencampurkan asetnya (baik *real assets* maupun *financial assets*) menjadi satu kesatuan, dan kemudian menanggung risiko bersama-sama untuk mendapatkan keuntungan. Di sini, keuntungan dan kerugian ditanggung bersama. Karena itu, kontrak ini tidak memberikan kepastian pendapatan (*return*), baik dari segi jumlah (*amount*) maupun waktu (*timing*)-nya. Yang termasuk dalam kontrak ini adalah kontrak-kontrak investasi. Kontrak investasi ini secara *by their nature* tidak menawarkan *return* yang tetap dan pasti. Jadi sifatnya tidak *fixed and predetermined*. Contoh-contoh NUC adalah sebagai berikut: (1) *Musyārahah*, terdiri atas *wujūh*, '*inān*, *abdan*, *muwāfādhah*, *muḍārabah*; (2) *Muzāra'ah*; (3) *Musāqah*; (4) *Mukhābarah*.

1. *EVT* pada Teori Percampuran

Natural Uncertainty Contracts/teori percampuran adalah kontrak dalam bisnis yang tidak memberikan kepastian pendapatan, baik dari segi jumlah maupun waktunya. Tingkat returnnya bisa positif, negatif maupun nol.

Kontrak-kontrak investasi ini secara sunatullah tidak menawarkan : (1) *Return* yang tetap dan pasti, (2) Sifatnya tidak *fixed* dan *predetermined*. Dalam kontrak jenis ini, pihak-pihak yang bertransaksi saling mencampurkan asetnya (baik *real asset* maupun *financial assets*) menjadi satu kesatuan, dan kemudian menanggung risiko bersama-sama untuk mendapatkan keuntungan. Dalam kontrak demikian ini, keuntungan dan kerugian ditanggung bersama.

Ada beberapa asumsi yang digunakan dalam memformulasikan konsep *EVT*, yaitu: harta harus berputar tidak boleh diam (*idle*), semakin sering berputar maka harta akan berkembang, masa depan tidak pasti hasilnya, dalam bisnis dapat menghasilkan keuntungan,

kerugian atau impas, *return* bisnis atau usaha masa depan dapat diproyeksikan, dan hasil aktual tidak selamanya sama dengan hasil yang diproyeksikan.

Berdasarkan hal di atas, maka dalam mekanisme investasi menurut Islam, persoalan nilai waktu uang yang diformulasikan dalam bentuk bunga adalah tidak dapat diterima. Dengan demikian, perlu dipikirkan bagaimana formula pengganti yang seiring dengan nilai dan jiwa Islam. Hubungan formula tersebut dapat ditemukan formula investasi menurut pandangan Islam dengan rumus:

$$[Y = W.v.(QR)]$$

Keterangan:

Y = Pendapatan

W = Harta yang ditabung

v = Velocity of Money (Tingkat pemanfaatan harta)

Q = Nisbah bagi hasil

R = Return Usaha ³⁸

Oleh karena itu, jika teori *TVM* tidak boleh diterapkan dalam ekonomi syariah, maka formula di atas dapat digunakan. Sebab ekonomi syariah adalah ekonomi yang berbasis bagi hasil. Dalam ekonomi bagi hasil, maka yang digunakan untuk mekanisme

³⁸ lebih jelasnya yaitu Y (Pendapatan) adalah pendapatan yang diperoleh oleh pemilik modal dalam melakukan kontrak bagi hasil. W (Harta yang ditabung/dikembangkan) adalah sejumlah uang tertentu yang ditempatkan di bank dengan *'aqd mudharabah* atau yang dibiayakan dengan *'aqd mudharabah*/masyarakat. v (*Velocity of Money*/Tingkat perputaran atau pemanfaatan modal/harta) adalah tingkat aktivitas pemilik dana dalam memutar dana dalam periode satu tahun. *Velocity of Money* dapat dihitung dengan pendekatan *Cash-to-Cash Periode*, yaitu dengan rumus: Jumlah hari dalam satu tahun (360) dibagi oleh Lama Persediaan (*Day Inventories*) ditambah Lama Piutang (*Day Receivable*) dan dikurangi Lama Hutang dagang (*Day Payable*). Q (Nisbah Bagi Hasil) adalah rasio persentase yang dibuat dan disepakati para pihak yang melakukan kontrak bagi hasil. Nisbah pemilik dana dapat dihitung dengan rumus: keuntungan yang diharapkan dibagi keuntungan aktual dikali 100% (*Expected Return Bisnis/Actual Return Bisnis x 100%*), misalnya: Pemilik Modal 40% dan Pelaksana Usaha 60%. dan R (*Return Bisnis*) adalah tingkat keuntungan yang terjadi pada sektor bisnis tertentu.

ekonominya adalah nisbah bagi hasil dan *return* usaha yang terjadi secara riil. Inilah, maknanya ajaran Islam yang menganjurkan menggunakan konsep *EVT*. Artinya, waktulah yang memiliki nilai ekonomi, bukan uang memiliki nilai waktu.

2. *EVT* pada Teori Pertukaran

Natural Certainty Contracts/teori pertukaran, adalah kontrak dalam bisnis yang memberikan kepastian pembayaran, baik dari segi jumlah maupun waktu. Dalam bentuk ini: (1) Cash-flownya pasti atau sudah disepakati di awal kontrak, (2) Obyek pertukarannya juga pasti secara jumlah, mutu, waktu maupun harganya.

Penentuan harga jual beli di dalam Islam, tidak ada ketentuan bakunya. Namun, berdasarkan ijthadi dapat dirujuk fatwa DSN-MUI No. 04/DSN-MUI/IV/2000, yang menyatakan: (1) *HARGA BELI*, *Dalam kaitan ini Bank harus memberitahu secara jujur harga pokok barang kepada nasabah berikut biaya yang diperlukan (Ps 1: 6)*, (2) *HARGA JUAL*, *BANK kemudian menjual barang tersebut kepada NASABAH (pemesan) dengan harga jual senilai harga beli plus keuntungannya (Ps 1: 6)*. Kemudian fatwa DSN No.16/IX/2000, menyatakan: *Harga dalam jualbeli murabahah adalah harga beli dan biaya yang diperlukan ditambah keuntungan sesuai dengan kesepakatan (Ps.1:1)*

Dengan demikian jelas, bahwa harga jual beli *murabahah* yang berlaku di bank syariah dapat dirujuk pada fatwa No. 16/IX/2000. Penggunaan penentuan harga jual beli tersebut selanjutnya dapat dijelaskan dengan melakukan analisis-analisis syariah sebagai berikut: persentase keuntungan tidak boleh berjalan mengikuti waktu. Namun, biaya dapat berjalan mengikuti waktu. Oleh karena itu, untuk memberikan solusi atas rumus di atas, penulis mengajukan rumus harga jual murabah sebagai berikut:

$$\text{Harga Jual Bank} = \text{Harga Beli Bank} + \text{Cost Recovery} + \% \text{Keuntungan}$$

Atau

$$[HJB = HBB + (t * CR) + k]$$

Keterangan:

HJB = Harga Jual Beli

HBB = Harga Beli Bank

t = Waktu

CR = Cost Recovery

k = Margin keuntungan yang diinginkan.³⁹

Sementara Uang Muka, diskon dan harga jual menjadi hal tersendiri. Harga jual *murabahah* di bank syariah akan bisa berubah untuk satu calon nasabah dengan calon nasabah yang lainnya. Perubahan harga tersebut dapat dipengaruhi oleh (1) uang muka (*urbun*) yang dibayarkan oleh calon nasabah saat pemesanan, dan (2) diskon yang diberikan supplier kepada bank syariah. Ditegaskan di dalam fatwa DSN-MUI No.16/IX/2000, menyatakan: *kaitannya dengan masalah uang muka dalam jual-beli, bank dibolehkan meminta nasabah untuk membayar uang muka saat menandatangani kesepakatan awal pemesanan (Ps. 2 : 4).*

Berdasarkan landasan ini maka harga jual beli dalam bank syariah akan mengalami perubahan yaitu harga yang harus dipartisipasikan oleh pihak bank. Tidak ada ketentuan tentang besaran uang muka

³⁹ Lebih jelasnya yaitu harga jual beli adalah harga yang disepakati antara penjual (bank) dengan pembeli (nasabah). Harga beli adalah harga perolehan atau nilai pasar yang didapat bank saat membeli produk tertentu, seperti: mobil, motor, dsb. Waktu adalah periode waktu yang digunakan untuk penyelesaian pembiayaan, misalnya pembiayaan 1 tahun, 2 tahun dst. *Cost Recovery* adalah nilai biaya yang dikeluarkan bank untuk menyelesaikan pembiayaan. *Cost Recovery* dapat digutung dari Nilai Pembiayaan Murabahah dari Bank Syariah dibagi Target Penjualan (*Outstanding Pembiayaan*) dikalikan Estimasi Biaya Operasional 1(satu) tahun. Margin keuntungan adalah persentase keuntungan yang diinginkan oleh penjual (bank) pada saat menjual produk tertentu kepada pembeli (nasabah). Formulasinya adalah $\text{keuntungan} = \text{Persentase keuntungan yang diinginkan} \times \text{nilai pembiayaan}$.

yang harus disertakan oleh calon nasabah. Berdasarkan hal tersebut dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Harga Jual Bank} = (\text{Harga Beli Bank} - \text{Uang Muka Nasabah}) + \text{Cost Recovery} + \% \text{Keuntungan}$$

Atau:

$$[\text{HJB} = (\text{HBB} - \text{UM}) + (t * \text{CR}) + k]$$

Keterangan:

HJB	=	Harga Jual Beli
HBB	=	Harga Beli
UM	=	Uang muka (<i>Urbun</i>)
t	=	Waktu
CR	=	Cost Recovery
k	=	Margin keuntungan yang diinginkan

Jika dalam jual-beli *murabahah* bank syariah mendapat diskon dari supplier, harga sebenarnya adalah harga setelah diskon. Oleh karena itu diskon adalah hak nasabah (Ps 1:3, Fatwa No. 16/2000), maka harga jual *murabahah* adalah:

$$[\text{HJB} = (\text{HBB} - \text{D} - \text{UM}) + (t * \text{CR}) + k]$$

Keterangan:

HJB	=	Harga Jual Beli
HBB	=	Harga Beli
D	=	Diskon yang berikan supplier
UM	=	Uang muka (<i>Urbun</i>)
t	=	Waktu
CR	=	Cost Recovery
k	=	Margin keuntungan yang diinginkan

Jika pemberian diskon terjadi setelah akad, pembagian diskon tersebut dilakukan berdasarkan *perjanjian* (persetujuan) yang dimuat dalam akad. (Ps 1: 4, Fatwa No. 16/2000), maka harga jual *murabahah*:

$$[HJB = [(HBB - UM) + (t * CR) + k] - D]$$

Keterangan:

HJB	= Harga Jual Beli
HBB	= Harga Beli
UM	= Uang muka (<i>Urbun</i>)
t	= Waktu
CR	= Cost Recovery
k	= Margin keuntungan yang diinginkan
D	= Diskon yang diberikan oleh supplier

F. Penutup

Berdasarkan uraian di atas dapat disimpulkan bahwa konsep *TVM* dilatarbelakangi oleh adanya anggapan hilangnya pemilik modal akan biaya kesempatan (*opportunity cost*), pada saat ia meminjamkan uang kepada pihak lain. Sehingga pemilik modal membebaskan nilai persentase tertentu sebagai kompensasinya kepada peminjam. Anggapan kalau uang dipinjamkan akan mengalami hilangnya biaya kesempatan dapat disanggah, sebab uang yang tidak dipinjamkan dan kemudian diinvestasikan, tidak selamanya investasi—dapat dipastikan—memberikan keuntungan kepada pelaku investasi. Kalaupun mendapatkan keuntungan, tidak selamanya keuntungan investasi sama jumlahnya dari waktu ke waktu. Dalam investasi akan mengalami kemungkinan hasil: untung, rugi dan impas.

Pandangan Islam tentang waktu adalah bagaimana seseorang memanfaatkan waktu itu. Semakin efektif (tepat guna) dan efisien (tepat cara), maka akan semakin tinggi nilai waktunya. Efektif dan efisien akan mendatangkan keuntungan di dunia bagi siapa saja yang melaksanakannya, selain tentunya didasari dengan keimanan. Oleh karena *interest rate* tidak digunakan dalam keuangan Islam, maka dua hal penting dalam kaitan dengan kontrak keuangan dalam Islam yang berkaitan dengan waktu adalah: (1) seberapa kali perputaran uang dari waktu ke waktu (*velocity of money*) dan (2) biaya yang digunakan untuk menyelesaikan proyek (*cost recovery*) dari waktu ke waktu. Atas dasar dua hal ini, maka **pengembangan** formula untuk *EVT* harus

menjadikan komponen tersebut dan memperhatikan jenis kontrak keuntungan yang digunakan: (1) apakah kontraknya *natural certainty contract* atau (2) apakah kontraknya menggunakan *natural uncertainty contract*. Dua jenis kontrak ini menuntut formula yang berbeda satu dengan lainnya[].

Daftar Pustaka

- Abod, Sheikh Ghazali Sheikh, Syed Omar Syed Agil, dan Aidit Hj. Ghazali (ed.) 1992. *An Introduction to Islamic Finance*. Kuala Lumpur: Quill Pub.
- Achsien, Iggi H. 2000. *Investasi Syari'ah di Pasar Modal: Menggagas Konsep dan praktek Manajemen Portofolio Syari'ah*. Jakarta: PT. Gramedia.
- Damodaran, Aswath. 2001. *Corporate Finance : Theory and Practice 2nd*. New York : John Wiley & Sons.
- Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia. 2008. *Kumpulan Fatwa-fatwa DSN*. Jakarta: DSN-MUI.
- Frank, Vogel E. dan Samuel L. Hayes. 1998. *Islamic Law and Finance : Religion. Risk and Return*. The Hague : Kluwer Law International.
- Gambling, T.E. dan R.A.A. Karim. 1986. "Islam and Social Accounting". *Journal of Business Finance & Accounting* 13. (1) Spring.
- Husnan. Suad. 2000. *Manajemen Keuangan Teori dan penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*. Yogyakarta: BPFEE.
- Karim, Adiwarmam A. 2001. "Makro Ekonomi Islami". *Modul Kuliah Ekstra Kurikuler Shari'ah Economic Forum Fakultas Ekonomi UGM*. Yogyakarta:
- _____. 2008. *Bank Islam Analisis Fiqih dan Keuangan*. Jakarta: Rajawali Press.
- Muhammad (ed.). 2004. *Bank Syariah Analisis Kekuatan. Kelemahan. Peluang dan Ancaman*. Yogyakarta: Ekonisia.
- Muhammad. 2004. *Dasar-dasar Keuangan Islami*. Yogyakarta: UII Press.
- _____. 2008. *Teknik Perhitungan Bagi Hasil dan Profit Margin pada Bank Syariah*. Yogyakarta: UII Press.
- Salam, M.S. Abdel. 1982. *Al-Muḥāsabah fi Al-Islām. (Accounting in Islam)*. Kairo: Dar Albayan Alarabi.
- Tawney, RH. 1929. *Religion and the Rise of Capitalism*. Cheaper Edition. Murray.