

## BAB II

### LANDASAN TEORI

#### A. Manajemen Risiko

Manajemen Risiko mengalami perkembangan dari tahun ke tahun. Pada periode 1940-1960 manajemen risiko hanya berfokus pada upaya mengalihkan risiko ke pihak lain dengan cara membeli asuransi (Hampton, 2009). Kemudian pada periode 1970 hingga sekarang upaya mengelola risiko difokuskan kepada pengendalian kerugian, peningkatan tingkat keamanan dan strategi lainnya untuk menghindari, mengurangi, atau mentransfer risiko. Manajer risiko diharapkan memiliki kontribusi lebih dalam hal mengembangkan program untuk mengurangi kerugian disamping upaya mengatasinya dengan membeli asuransi.

Manajemen risiko modern saat ini memfokuskan diri pada empat hal. Pertama adalah manajemen risiko bahaya. Ada lima langkah yang harus dilakukan oleh manajer risiko untuk menilai risiko bahaya. Langkah awal adalah mengidentifikasi eksposur, kemudian menilai frekuensi dan tingkat keparahan eksposur, mengidentifikasi alternative, memilih opsi dan mengimplementasikannya lalu yang terakhir adalah memantau implementasi dan melakukan penyesuaian sesuai kebutuhan. Fokus yang kedua adalah pada pengendalian internal. Pengendalian internal dibutuhkan untuk memberikan keyakinan yang memadai bahwa kebijakan perusahaan diikuti sebagaimana mestinya oleh seluruh unit/departemen yang tujuannya adalah agar terjadi peningkatan efektivitas dan efisiensi, menghasilkan laporan keuangan yang andal serta memastikan segala sesuatunya sesuai hukum dan peraturan yang berlaku.

Fokus yang ketiga adalah pada audit internal. Dalam hal manajemen risiko, audit internal bertugas memastikan apakah risiko benar-benar sudah dihindari, dikurangi ataupun dialihkan. Tim audit internal memeriksa aktivitas operasi, konsistensi prosedur dan kepatuhan pada ketentuan. Selanjutnya para auditor internal menyiapkan laporan bagi manajemen untuk menentukan kelemahan dan kegagalan

dari pelaksanaan kebijakan selama ini. Selanjutnya fokus yang terakhir adalah kepatuhan pada peraturan. Dalam hal ini, biasanya perusahaan akan membentuk tim legal yang memastikan perusahaan selalu mematuhi hukum dan peraturan yang berlaku, memberikan pendidikan dan pelatihan kepada seluruh karyawan terkait hal tersebut dan memberikan masukan kepada perusahaan agar selalu mentaatinya.

Manajemen risiko adalah tentang mengendalikan risiko sejauh mungkin agar bisnis dapat memaksimalkan peluangnya. Pengembangan kebijakan risiko harus merupakan inisiatif kreatif yang memperlihatkan peluang untuk pertumbuhan nilai dan penanganan risiko yang inovatif, bukan tugas yang menyedihkan, penuh dengan keengganan, peringatan dan pesimisme. Untuk mengelola peluang dan risiko dibutuhkan *Enterprise Risk Management* (Chapman, 2006). Cara untuk mengeksplorasi mekanisme penerapan proses manajemen risiko adalah dengan memecah ke dalam bagian-bagian komponennya dan memeriksa apa yang harus dikontribusikan oleh setiap bagian terhadap keseluruhannya. Proses manajemen risiko dipecah menjadi enam proses yaitu analisis, identifikasi, penilaian, evaluasi, perencanaan dan manajemen. Walaupun kegiatan-kegiatan tersebut mengikuti pola yang sebagian besar berurutan, namun proses ini cenderung berulang dari waktu ke waktu. Ketika risiko baru diidentifikasi, proses identifikasi dan penilaian sebelumnya ditinjau kembali dan proses berurutan diulang sampai dengan pelaksanaan tindakan respons risiko.

Menurut Aven (2016) penilaian risiko dan manajemen risiko ditetapkan sebagai bidang keilmuan dan memberikan kontribusi penting dalam mendukung pengambilan keputusan. Hasil penelitian menyatakan bahwa landasan ilmiah dari penilaian risiko dan pengelolaan risiko masih agak goyah dalam beberapa hal yang artinya bahwa baik secara teoritis maupun praktis bergantung pada perspektif dan prinsip-prinsip yang dapat menimbulkan keraguan bagi pengambil keputusan. Untuk itu, perusahaan perlu melihat manajemen risiko tidak hanya dari pendekatan defensif (pendekatan defensif diwujudkan dengan membatasi konsep dan praktik manajemen risiko hanya pada upaya melindungi perusahaan dari penurunan atau bahaya) tetap juga sebagai faktor kunci keberhasilan untuk keberlanjutan dan peningkatan kinerja

bisnis secara keseluruhan. Manajemen risiko yang efektif memiliki implikasi langsung terhadap kinerja laba perusahaan (Mohammed & Knapkova, 2016).

## **B. Manajemen Risiko dalam Islam**

Pemahaman tentang risiko dan manajemen risiko dalam Islam ditujukan untuk melindungi kesejahteraan umat manusia. Islam memberikan petunjuk rinci untuk mengelola berbagai jenis risiko dalam arti yang lebih luas antara lain risiko serangan kriminal, risiko penyakit, risiko investasi, risiko bisnis dan lain-lain. Selain risiko-risiko tersebut, Islam juga memerintahkan para pemeluknya untuk mengelola jenis risiko spiritual seperti menghindari zina, penyembahan berhala, kemurtadan dan jenis dosa lainnya.

Banyak ayat Al-Qur'an yang membimbing manusia untuk memiliki manajemen risiko dalam urusan kekayaan dan keuangan. Salah satu ayat dalam Surah Yusuf dinyatakan Nabi Yusuf menafsirkan mimpi raja Mesir bahwa Mesir akan menghadapi tujuh tahun kekeringan setelah tujuh tahun kemakmuran. Oleh karenanya, ia menyarankan kepada raja untuk mengembangkan strategi ekonomi untuk mengatasi bencana yang akan datang. Tindakan yang harus dilakukan oleh masyarakat Mesir sebaiknya menanam tanaman selama tujuh tahun pertama dan menyimpan sebagian besar hasil sebagai persiapan menghadapi tujuh tahun kekeringan seperti yang ditafsirkan oleh Nabi Yusuf. Akhirnya Mesir selamat dari tujuh tahun kekeringan karena melaksanakan apa yang disarankan oleh Nabi Yusuf (Kathir, 1988).

Konsep manajemen risiko juga diatur dalam Sunnah. Hadis yang terkenal salah satunya adalah tentang mengikat unta. Dalam hadis tersebut sahabat Nabi bertanya apakah untanya sebaiknya dibiarkan tanpa ikatan dan hanya bertawakkal kepada Allah atau diikat saja, maka Nabi menjawab agar untanya diikat dan juga dia harus percaya kepada Allah (Al-Tirmidhi, 1998). Dari hadis ini dapat diambil kesimpulan bahwa seorang Muslim tidak boleh pasif dan pasrah begitu saja akan nasibnya tapi juga harus berusaha untuk mengelola risiko bencana dan kerugian.

Konsep manajemen risiko dalam transaksi keuangan syariah didasarkan pada tujuan syariah, yaitu perlindungan kekayaan. Hal ini adalah untuk menegakkan

kesejahteraan umat manusia dan kemakmuran universal. Syariah mengedepankan prinsip keadilan dan kejujuran dalam keuangan dan melarang segala tindakan yang merugikan pihak manapun (Agha & Sabirzyanov, 2015). Dalam hal ini, Syariah melarang risiko yang membawa kerugian dan bahaya bagi masyarakat dengan melarang kegiatan yang melibatkan unsur risiko yang berlebihan seperti *zero-sum game*. Hal ini juga menekankan pentingnya transparansi dalam transaksi bisnis dan melarang adanya unsur ketidakpastian dan misrepresentasi. Adanya unsur-unsur tersebut akan membatalkan transaksi keuangan. Unsur-unsur tersebut tidak diperbolehkan karena mengakibatkan munculnya manipulasi dan ketidakadilan bagi pihak-pihak yang berkontrak.

Berkenaan dengan risiko yang esensial dan dapat ditoleransi, Islam sangat menekankan pentingnya mengelola dan meminimalkan risiko secara efisien. Manajemen risiko yang mendalam diperlukan untuk menjaga stabilitas bisnis dan kesehatan ekonomi. Akan tetapi, ada beberapa parameter yang harus diperhatikan dalam mengelola risiko. Risiko dapat diminimalisir tetapi tidak dapat dihilangkan sama sekali. Penghindaran total terhadap risiko esensial dilarang karena itu berarti risiko dialihkan ke rekanan kontrak lainnya. Hal ini pada akhirnya mengakibatkan ketidakadilan bagi pihak tersebut. Setiap ketentuan yang mengubah sifat kontrak keuangan agar bebas dari risiko esensial menjadikannya fiktif. Setiap keuntungan yang diperoleh dari kegiatan ini dianggap sebagai konsumsi kekayaan orang lain dengan cara yang salah, seperti yang terjadi pada kontrak pinjaman konvensional.

Perlakuan terhadap risiko dalam hukum komersial Islam adalah unik. Hal ini sangat tergantung pada jenis risiko masing-masing, yaitu risiko yang dilarang, risiko esensial, dan risiko yang dapat ditoleransi. Ada beberapa risiko yang harus dihindari, risiko tertentu yang tidak dapat dihilangkan dan risiko lain yang dapat diminimalkan. Memiliki pemahaman tentang klasifikasi risiko adalah penting agar dapat memahami bahwa konsep manajemen risiko dan pengambilan risiko sebenarnya tidak bertentangan. Kedua konsep tersebut sejalan dan konsisten dalam tujuan yang sama, yaitu untuk melindungi kekayaan dan untuk memastikan keadilan dan kejujuran bagi semua pihak yang berkontrak dalam transaksi keuangan mereka. Oleh karenanya

hedging (lindung nilai) disusun untuk tujuan memitigasi risiko yang dapat ditoleransi dan tidak menghilangkan risiko bisnis yang esensial.

Bouslama & Lahrichi (2017) dalam penelitiannya menyatakan bahwa pendekatan Islam terhadap risiko dan pengelolaannya cukup unik, dan karakteristiknya layak diperhatikan. Pertama, Islam melarang *gharar* karena melibatkan penipuan dan kejahatan, yang tidak dapat diterima. Kedua, pengambilan risiko yang wajar diizinkan dalam konteks hukum, produktif, ekonomi atau aktivitas keuangan. Secara khusus, risiko operasional melekat pada kegiatan komersial, atau jasa dan oleh karena itu tidak dapat dihindari. Selain itu, risiko ini membenarkan keuntungan yang diperoleh. Jenis risiko ini diperbolehkan selama probabilitas menghasilkan keuntungan lebih besar, dengan kata lain jika secara matematis ada lebih banyak peluang untuk mendapatkan hasil yang positif.

### C. Manajemen Risiko Keuangan

Pasar keuangan saat ini sudah semakin berkembang dengan segala risiko yang mungkin terjadi. Oleh karenanya tidak bisa dipungkiri bahwasanya fungsi manajemen risiko menjadi suatu yang amat penting. Risiko tersebut belum tentu sepenuhnya dapat dihindari ataupun diminimalkan, tapi yang terpenting adalah bagaimana menghadapi risiko tersebut dengan cerdas. Apabila risiko dapat diukur maka semestinya ia dapat dikelola dengan lebih baik. Para investor pada dasarnya memiliki asumsi adanya risiko sebagai kompensasi dari harapan imbal hasil yang lebih tinggi atas investasi yang dilakukannya. Untuk dapat memutuskan bagaimana caranya menyeimbangkan antara risiko dengan imbal hasil dibutuhkan suatu upaya pengukuran risiko (*risk measurement*).

Pada awal 1990-an dikembangkanlah suatu alat manajemen risiko terpusat seperti *value at risk* (*VAR*) yang menggabungkan dua ide utama. Ide pertamanya adalah bahwa risiko harus diukur di tingkat atas dari suatu institusi atau portofolio. Hal ini bukan merupakan ide baru sebagaimana yang dikembangkan oleh Harry Markowitz (1952) dengan penekanan pada pentingnya mengukur risiko dalam konteks portofolio total. Apabila risiko terpusat dapat diukur dengan baik akan memudahkan

dalam pengambilan keputusan untuk melakukan *hedging* dan diversifikasi. Sedangkan ide keduanya adalah bahwa risiko harus diukur dengan mempertimbangkan kondisi di masa depan dengan mengacu pada kondisi saat ini.

Manajemen risiko keuangan merupakan suatu proses yang dilakukan terhadap risiko keuangan yang dimulai dari kegiatan mengidentifikasi, menilai, mengukur dan mengelolanya dengan tujuan untuk menciptakan suatu nilai ekonomis (Jorion, 2011). Manajemen risiko keuangan juga diartikan sebagai upaya untuk mengidentifikasi, menganalisa dan menyelesaikan masalah-masalah spekulatif keuangan (Rejda & Namara, 2017). Dahulu risiko diperlakukan secara berbeda antara risiko spekulatif dengan risiko murni baik dari sudut metode penyelesaian maupun departemen yang mengurusinya. Risiko murni ditangani oleh manajer risiko melalui pembatasan risiko (*risk retention*), pengalihan risiko (*risk transfer*), maupun pengawasan risiko (*risk control*). Risiko spekulatif di tangani oleh divisi keuangan menggunakan perjanjian kontraktual dan instrumen-instrumen pasar modal. Beberapa jenis perjanjian kontraktual ini diantaranya *call features* pada obligasi, kemudian untuk pendekatan pasar modal digunakanlah kontrak opsi, kontrak *forward* (*forward contract*), kontrak *future* (*future contract*) dan *interest rate swap*. Namun sejak tahun 1990-an, beberapa dunia usaha mulai mempertimbangkan untuk melakukan kombinasi teknik perlakuan kedua risiko murni dan spekulatif dengan tujuan untuk meminimalkan biaya dan hasil yang lebih baik yang umum dikenal dengan *Integrated Risk Program*. Program manajemen risiko terintegrasi ini dapat dirancang dengan mempertimbangkan kemungkinan terjadinya kedua risiko tersebut dengan menggunakan opsi pemicu ganda (*double trigger option*).

Manajemen risiko keuangan yang baik memberikan dampak positif bagi kinerja perusahaan (Jia & Bradbury, 2020). Perusahaan-perusahaan yang mengikuti rekomendasi dari komite manajemen risiko cenderung memiliki kinerja akuntansi yang lebih baik, peluang pertumbuhan yang lebih tinggi dan memiliki risiko perusahaan yang lebih rendah. Reaksi perusahaan dalam menerapkan manajemen risiko keuangan ini beragam. Dalam kasus di pasar derivative China yang non-standar, kemudian biaya informasi yang tinggi untuk bisa mendapatkan bantuan dari pasar luar negeri ,

perusahaan dengan likuiditas yang memadai cenderung merasakan biaya yang tinggi apabila menerapkan manajemen risiko keuangan atau *Financial Risk Management* (FRM) yang pada akhirnya mengakibatkan rendahnya tingkat kebutuhan penerapan. Bagi perusahaan dengan likuiditas yang tidak memadai lalu mengalami *financial distress* dan tidak memiliki cukup modal untuk melakukan retensi risiko memilih untuk menggunakan pasar derivatif eksterior untuk menstabilkan arus kas agar meminimalkan goncangan keuangan demi tetap terlaksananya pengembangan usaha yang berkelanjutan dan lancar (Wang et al., 2010).

#### **D. Manajemen Risiko Keuangan dalam Islam**

Kebijakan manajemen risiko yang perlu dilakukan oleh Lembaga Keuangan Islam (Khan & Ahmed, 2001):

1. Tanggung Jawab Manajemen.

Budaya manajemen risiko pada bank-bank Islam bisa diperkenalkan melalui pelibatan seluruh departemen atau bagian dalam membahas proses manajemen risiko. Upaya ini bisa dimunculkan oleh para direksi dengan menciptakan lingkungan manajemen risiko melalui pemaparan tujuan risiko dan strateginya. Manajemen harus menerapkan kebijakan ini secara efisien dengan cara membuat suatu sistem yang dapat menentukan, mengukur, memantau dan mengelola berbagai paparan risiko (*risk exposures*). Untuk memastikan efektif tidaknya proses manajemen risiko maka bank Islam harus menerapkan sistem pengawasan internal yang baik.

2. Laporan Risiko

Laporan Risiko merupakan hal yang sangat penting bagi pengembangan sistem manajemen risiko yang efisien. Laporan risiko yang perlu dibuat adalah laporan modal yang berisiko, risiko kredit, risiko pasar secara keseluruhan, risiko suku bunga, risiko likuiditas, risiko nilai tukar, risiko posisi komoditas dan ekuitas, risiko operasional serta risiko negara.

3. Peringkat Internal

Tahap awal dalam memperkenalkan sistem peringkat internal ini adalah dengan cara melihat sistem ini sebagai inventaris berbasis risiko dari aset-aset individual suatu bank. Hal ini dapat mengurangi biaya modal.

4. Pengungkapan Risiko

Pengungkapan tentang sistem manajemen risiko sangatlah penting. Beberapa jenis sistem yang dapat memperkuat pengungkapan risiko adalah Sistem Informasi Manajemen Berbasis Risiko, Sistem Audit Internal berbasis risiko, Sistem Akuntansi Berbasis Risiko dan Sistem Persediaan berbasis risiko.

5. Lembaga-lembaga pendukung dan fasilitas-fasilitas

Risiko-risiko yang dihadapi oleh industri keuangan Islam saat ini dapat dikurangi dengan adanya lembaga-lembaga syariah pendukung dan fasilitas seperti fasilitas pemberi pinjaman terakhir, sistem perlindungan simpanan, sistem manajemen likuiditas, reformasi hukum untuk memfasilitasi perbankan syariah dan penyelesaian sengketa, standar Syariah yang seragam, adopsi standar dari AAOIFI dan membentuk dewan pengawas industri.

6. Partisipasi dalam proses pengembangan standar internasional

Industri keuangan Islam merupakan bagian yang tak terpisahkan dari pasar keuangan global yang seyogyanya pasti dipengaruhi oleh standar internasional. Oleh karenanya agar dapat meningkatkan pertumbuhan dan stabilitas, industri keuangan Islam hendaknya dilibatkan dalam proses penentuan standar internasional tersebut.

7. Penelitian dan Pelatihan

Sistem manajemen risiko pastinya akan memperkuat lembaga-lembaga keuangan. Oleh karenanya manajemen risiko harus ditempatkan pada prioritas utama dalam program penelitian dan pelatihan. Pelatihan manajemen risiko sangat dibutuhkan bagi supervisor-supervisor Syariah, pembuat kebijakan dan manajer-manajer di lembaga-lembaga keuangan Islam.

Terdapat kepentingan yang besar dalam pengembangan penelitian yang berkaitan dengan risiko dalam keuangan syariah untuk memastikan pemahaman yang mendalam tentang asal mula risiko dari sudut pandang Islam. Sebagian besar

penelitian yang ada lebih menekankan pada bagaimana mengelola risiko daripada dari mana asal risiko tersebut, terutama dari sudut pandang Islam. Meskipun asal usul risiko cukup sulit untuk ditelusuri kembali karena kata "risiko" baru muncul pada abad-abad berikutnya, namun konsep risiko ternyata telah dipraktekkan oleh nenek moyang kita pada kondisi-kondisi tertentu. Hal ini dapat menjadi bukti bahwa, tanpa menggunakan kata "risiko" secara spesifik untuk menggambarkan tindakan, orang-orang selama berabad-abad telah menerapkan konsep risiko dalam praktik mereka. Karya-karya akademis barat sebelumnya dan bukti-bukti dalam Islam menunjukkan bahwa risiko pada awalnya berasal dari kehendak Allah. Ayat Al-Quran Al-Baqarah 2:195, memberikan penjelasan tentang hal ini dengan mengklasifikasikan risiko sebagai kerusakan yang berarti erat kaitannya dengan paparan kerusakan yang dapat menimbulkan efek berbahaya.

Sumber-sumber potensial yang mengarah pada penyimpangan dari jalur yang menciptakan efek berbahaya dijelaskan berdasarkan kontrak. Jika akad-akad yang ditemukan dalam keadaan seperti itu dipahami sebagai instrumen hukum, maka akad-akad itu sendiri dikenal sebagai sumber risiko.

Dalam penerapan risiko, sifat unik serta beragamnya aktivitas keuangan dan investasi memiliki karakteristik risiko tersendiri yang mempengaruhi kedua sisi neraca lembaga keuangan syariah. Untuk mengelola risiko-risiko tersebut, lembaga keuangan syariah harus memperhitungkan risiko-risiko dalam transaksi-transaksi mereka sehingga modal dapat menyerap risiko-risiko yang ada secara memadai (Noor et al., 2018).

#### **E. Risiko Nilai Tukar**

Pergerakan nilai tukar merupakan risiko yang umum dihadapi oleh perusahaan yang melakukan transaksi internasional. Untuk memonitor dan mengelola risiko nilai tukar, dibutuhkan sistem berbasis komputer agar dapat menelusuri eksposur nilai tukar tersebut dan mengelolanya. Eksposur disini mengacu kepada seberapa besar efek perubahan nilai tukar mempengaruhi suatu perusahaan (A. C. Shapiro & Moles, 2014).

Ada tiga tipe dasar eksposur yaitu eksposur translasi, eksposur transaksi dan eksposur operasi. Gabungan dari eksposur transaksi dengan eksposur operasi membentuk eksposur ekonomi. Eksposur-eksposur ini pada prakteknya tidak terpisahkan, bahkan saling tumpang tindih sampai di batas tertentu.

Eksposur translasi, lebih dikenal dengan eksposur akuntansi atau eksposur neraca, muncul dari kebutuhan pelaporan dan pengkonsolidasian, untuk mengkonversikan laporan keuangan kegiatan operasi di negara lain dari mata uang lokal/ *Local Currency* ke mata uang negara pelapor (*Home Country*). Jika terjadi perubahan nilai tukar sejak periode pelaporan sebelumnya, maka translasi ini, atau pernyataan kembali, aset-aset, kewajiban, pendapatan, biaya, keuntungan dan kerugian yang dinyatakan dalam mata uang asing akan menghasilkan keuntungan atau kerugian perubahan nilai tukar.

Eksposur transaksi muncul dari transaksi berupa arus kas masuk maupun keluar dalam mata uang asing di masa depan yang mengikat secara kontrak. Ketika terjadi perubahan nilai tukar saat transaksi telah dilakukan dan diselesaikan, termasuk nilai dari arus kas mata uang asing yang terkait, menjadi penyebab munculnya keuntungan atau kerugian mata uang. Meskipun eksposur transaksi memang merupakan bagian dari eksposur ekonomi, biasanya eksposur tersebut digabungkan di bawah eksposur akuntansi. Pada kenyataannya, eksposur transaksi tumpang tindih dengan eksposur akuntansi dan operasi. Beberapa elemen eksposur transaksi, seperti piutang dan pinjaman dalam mata uang asing, termasuk dalam eksposur akuntansi perusahaan karena keduanya sudah muncul di neraca perusahaan. Elemen eksposur transaksi lainnya, seperti kontrak penjualan dalam mata uang asing yang sudah masuk tetapi barangnya belum tiba (begitu juga piutangnya belum dibuat) tidak muncul dalam laporan keuangan perusahaan saat ini sementara ia merupakan bagian dari eksposur operasi perusahaan.

Eksposur operasi mengukur sejauh mana fluktuasi mata uang dapat mengubah masa depan arus kas operasi perusahaan, yaitu pendapatan dan biaya masa depan. Setiap perusahaan yang pendapatan atau biayanya dipengaruhi oleh perubahan mata

uang memiliki eksposur operasi, bahkan jika itu adalah perusahaan domestik murni dan memiliki semua arus kasnya dalam mata uang asalnya (*home currency*).

Dua eksposur arus kas, eksposur operasi dan eksposur transaksi, bila digabungkan sama dengan eksposur ekonomi perusahaan. Secara teknis, eksposur ekonomi adalah sejauh mana nilai perusahaan, yang diukur dengan nilai sekarang dari arus kas yang diharapkan, akan berubah ketika nilai tukar berubah.

## 1. Eksposur Transaksi

Risiko nilai tukar paling jelas terlihat berdampak pada perusahaan multinasional melalui transaksi kontraktual yang ditagih dalam satuan mata uang asing. Sensitifitas transaksi kontraktual dalam mata uang asing yang dihadapi perusahaan terhadap pergerakan nilai tukar disebut sebagai eksposur transaksi (Madura & Fox, 2023). Eksposur transaksi menitikberatkan pada perubahan yang tidak diharapkan dalam aliran kas di masa mendatang pada horizon waktu yang lebih pendek dibanding eksposur ekonomi (Kuncoro, 2016).

Eksposur transaksi dinyatakan sebagai perubahan pada nilai tukar yang tidak diantisipasi sebelumnya lalu berpengaruh terhadap arus kas yang dinyatakan dalam mata uang negara asal (*home country*). Intinya, eksposur transaksi merupakan ukuran sensitifitas nilai mata uang negara asal (*home currency*) atas aset dan kewajibannya yang dinyatakan dalam mata uang asing dikarenakan adanya perubahan nilai tukar, ketika aset dan kewajiban tersebut dijadikan dana tunai (Apte, 2014). Perusahaan dihadapkan pada eksposur transaksi ketika manfaat-manfaat dan biaya-biaya keuangan atas transaksi internasional dapat dipengaruhi oleh pergerakan nilai tukar yang terjadi setelah perusahaan secara legal berkewajiban menyelesaikan transaksi tersebut (Griffin & Pustay, 2015). Beberapa jenis transaksi bisnis internasional yang dinyatakan dalam mata uang asing yang dihadapkan pada eksposur transaksi seperti pembelian dan penjualan barang, jasa atau aset, perpanjangan kredit, dan juga peminjaman uang.

Eksposur transaksi timbul dikarenakan (Kuncoro, 2016):

- a. Pembelian atau penjualan barang/jasa secara kredit, dimana harganya dinyatakan dalam valuta asing.
- b. Peminjaman atau pemberian pinjaman dana dimana pembayaran bunga dan cicilan utang dibuat dalam mata uang asing.
- c. Kontrak *forward* valuta asing yang tidak berkinerja baik.
- d. Memperoleh aktiva ataupun mendatangkan kewajiban yang didenominasi dalam valuta asing.

Pada saat perusahaan melakukan transaksi internasional dengan beberapa negara dan memiliki kewajiban serta pendapatan dari beberapa mata uang yang berbeda, maka perusahaan harus melakukan hal-hal berikut ini (Madura & Fox, 2023) :

- a. Memperkirakan arus kas bersih yang diharapkan untuk setiap mata uang selama kuartal berikutnya,
- b. Kemudian, menilai eksposur ke semua mata uang ini sebagai portofolio selama kuartal berikutnya.

Perusahaan harus mengidentifikasi semua transaksi dalam mata uang asing yang akan terjadi selama triwulan dan mengkategorikannya apakah berupa arus kas masuk atau arus kas keluar lalu dihitung *Net Cash Flow*-nya (selisih *cash inflow* dengan *cash outflow*). Hal ini diperlukan untuk dapat mengukur eksposur transaksi selama kuartal berikutnya.

Eksposur transaksi perusahaan yang memiliki transaksi internasional lebih dari dua mata uang selama kuartal berikutnya dapat dinilai oleh volatilitas portofolio mata uangnya selama beberapa kuartal terakhir. Volatilitas portofolio yang mengandung lebih dari dua mata uang lebih sulit untuk diperkirakan, namun memiliki hubungan dengan volatilitas setiap mata uang secara individu juga ke tingkat korelasi setiap pasangan mata uang dalam portofolio.

Untuk memperkirakan volatilitas terhadap mata uang tertentu, yang pertama sekali harus dilakukan adalah mengakses nilai tukar triwulanan mata uang lokal terhadap mata uang *pair*-nya tadi selama beberapa kuartal terakhir. Setelah itu dihitung persentase perubahannya dari periode ke periode dan standar

deviasi-nya. Dalam periode tertentu, nilai tukar beberapa mata uang lebih berfluktuasi dibandingkan mata uang lainnya. Pergerakan nilai tukar triwulanan mata uang di negara-negara berkembang cenderung lebih terlihat daripada pergerakan mata uang di negara-negara maju, sehingga apabila perusahaan tadi memiliki arus kas bersihnya cukup besar hanya dalam satu jenis mata uang tertentu kemungkinan kerugian yang dihadapinya akibat pergerakan nilai mata uang akan jauh lebih besar jika dalam satuan mata uang negara berkembang daripada negara maju.

Volatilitas (sebagaimana diukur oleh standar deviasi) mata uang apa pun tergantung pada *time horizon* (cakrawala waktu) yang digunakan untuk mengukur pergerakan nilai tukar. Secara umum, lebih lama cakrawala waktu, semakin volatil pergerakan nilai tukar mata uang. Dengan demikian pergerakan nilai tukar mata uang bila diukur secara tahunan lebih berfluktuasi dibandingkan triwulanan apalagi harian.

Eksposur transaksi dapat diatasi dengan dua cara, pertama dengan teknik kontraktual (*contractual technique*) yaitu menggunakan *hedging* di pasar *forward*, *futures*, uang dan opsi termasuk berbagai pengajuan *swap* baik berupa *back-to-back loan*, *swap* mata uang maupun kredit *swap*. Kedua, dengan menerapkan strategi operasi (*operating strategies*), termasuk di dalamnya *leads* dan *lag* dalam pembayaran dan penagihan.

#### 1) Teknik Kontraktual

Teknik yang dapat digunakan apabila perusahaan memilih untuk menghilangkan sebagian atau seluruh eksposur transaksinya adalah sebagai berikut :

- a) *Forward Market Hedge* yaitu kondisi dimana perusahaan yang berada pada posisi *short* akan membeli valas *forward* sementara perusahaan yang berada pada posisi *long* akan menjualnya.
- b) *Money Market Hedge* yaitu melalui kegiatan meminjam dan sekaligus meminjamkan dalam dua mata uang berbeda dengan tujuan mengunci nilai dollar dari aliran kas valas di masa mendatang.

- c) *Risk Shifting* yaitu memindahkan risiko dengan cara mencoba melakukan ekspor dalam mata uang yang menguat nilainya dan mengimpor dalam mata uang yang melemah nilainya.
- d) *Pricing Decision* yaitu dengan cara mengkonversi antara harga valas dan harga dollar dengan menggunakan kurs *forward*, bukan kurs *spot*. Eksportir sebaiknya mengambil keputusan untuk melakukan penjualan ketika harga dollar cukup tinggi. Pada saat harga dollar dalam impor cukup rendah, maka sebaiknya importir mengikuti dengan pembelian. Harga valas merupakan rata-rata tertimbang dari kurs *forward* untuk penyerahan pada tanggal tersebut.
- e) *Exposure Netting* yaitu dengan cara menghilangkan eksposur dalam satu mata uang dengan eksposur dalam mata uang yang sama atau mata uang lain, sedemikian rupa sehingga laba/rugi dalam kedua posisi mata uang akan dapat saling meniadakan eksposur satu sama lain. Dalam hal ini, ada tiga kemungkinan yang terjadi yaitu perusahaan dapat menghilangkan posisi *long* (beli) dalam satu mata uang dengan posisi *short* (jual) dalam mata uang yang sama, bila gerakan kurs dari dua mata uang berkorelasi secara positif (misalnya, Swiss Franc dengan Deutsche Mark), maka perusahaan dapat menghilangkan posisi *long* pada satu mata uang dengan posisi *short* pada mata uang yang lain, dan bila gerakan mata uang berkorelasi negatif, maka posisi *short* (atau *long*) dapat digunakan untuk saling meniadakan eksposur.
- f) *Currency Risk Sharing* yaitu dengan cara membagi risiko mata uang. Hal ini dilakukan dengan cara mengembangkan kontrak *customized hedge* yang melekat pada transaksi perdagangan. Kontrak ini berbentuk klausul penyesuaian harga (*price adjustment clausul*), dimana harga dasar disesuaikan untuk mencerminkan perubahan kurs tertentu.
- g) *Foreign Currency Options* yaitu apabila jumlah aliran kas keluar dari valas tidak diketahui maka sebaiknya membeli *currency forward*, namun bila jumlah tersebut diketahui sebaiknya beli *call option* pada mata uang

tersebut. Bila jumlah aliran kas masuk dari valas diketahui, sebaiknya beli *put option* pada mata uang tersebut.

## 2) Strategi Operasi

Apabila teknik lindung nilai tidak tersedia atau terlalu mahal, untuk menghilangkan eksposur transaksi maka dapat dilakukan alternatif sebagai berikut :

- a) *Leading* dan *lagging* yaitu perusahaan dapat menggunakan tindakan mempercepat saat pembayaran sebelum dollar mengalami apresiasi (*leading*) atau dengan memperlambat pembayaran sampai depresiasi mata uang domestik usai (*lagging*). Strategi ini dapat dilakukan antara perusahaan afiliasi maupun antar perusahaan yang tidak berada dalam grup bisnis yang sama (Eiteman et al., 2016).
- b) *Cross hedging* yaitu dengan cara melakukan lindung nilai posisi terbuka pada satu mata uang dengan melakukan lindung nilai pada mata uang lainnya yang amat erat korelasinya dengan mata uang yang pertama.
- c) *Currency diversification* yaitu nilai aliran kas masuk di masa datang dari valas akan lebih stabil bila valas yang diterima tidak berkorelasi positif.
- d) *Reinvoicing center* yaitu teknik yang dilakukan dengan cara suatu cabang perusahaan mengelola pada suatu lokasi semua eksposur transaksi dari perdagangan intra perusahaan. Setidaknya ada tiga manfaat menggunakan strategi ini, pertama, manajemen dari semua eksposur transaksi atas penjualan intra perusahaan dipusatkan pada satu lokasi. Kedua, dengan menjamin kurs atas order di masa depan, pusat ini dapat menentukan biaya dalam mata uang lokal sebelumnya. Ketiga, pusat ini mampu mengelola aliran kas intra perusahaan, termasuk mempercepat dan memperlambat pembayaran.

## 2. Eksposur Ekonomi

Eksposur ekonomi diartikan sebagai sensitivitas arus kas perusahaan secara keseluruhan terhadap pergerakan nilai tukar (Madura & Fox, 2023). Eksposur ekonomi mengukur seberapa jauh nilai sekarang dari arus kas di masa mendatang dipengaruhi oleh fluktuasi valuta asing (Kuncoro, 2016). Dengan demikian, eksposur transaksi merupakan bagian dari eksposur ekonomi.

Dampak eksposur ekonomi tergantung dari horizon waktu yang digunakan. Setiap perubahan kurs yang tidak diharapkan akan berdampak bagi aliran kas perusahaan dalam 4 tahap yaitu jangka pendek, jangka menengah dengan kasus ekuilibrium, jangka menengah dalam kasus ketidakseimbangan, dan jangka panjang.

#### a. Jangka Pendek

Dampak pertama terhadap aliran kas perusahaan adalah dalam anggaran yang berjalan dalam satu tahun. Kerugian ataupun keuntungan tergantung dari mata uang yang mendasari aliran kas yang diharapkan. Mata uang yang mendasari kewajiban yang ada (misalnya utang, komitmen penjualan atau pembelian) tidak dapat diubah. Dalam jangka pendek adalah sulit mengubah harga penjualan maupun menegosiasi biaya input. Oleh karena itu, realisasi aliran kas akan berbeda dengan apa yang direncanakan dalam anggaran. Padahal dengan berjalannya waktu, harga dan biaya dapat saja berubah akibat kurs valas berubah.

#### b. Jangka Menengah : Kasus Ekuilibrium

Dampak tahap ke-2 adalah pada aliran kas jangka menengah seperti ditunjukkan dalam anggaran 2 hingga 5 tahun, dengan asumsi kondisi ekuilibrium (keseimbangan) terjadi antara kurs valas, inflasi, dan suku bunga domestik. Dalam kondisi ekuilibrium, perusahaan dapat menyesuaikan harga dan biaya sepanjang waktu agar dapat mempertahankan aliran kas pada tingkat yang diharapkan. Kebijakan moneter, fiskal, dan neraca pembayaran amat menentukan apakah kondisi ekuilibrium akan terjadi dan apakah perusahaan diperbolehkan untuk menyesuaikan harga dan biaya.

Bila ekuilibrium terjadi secara terus menerus, dan perusahaan bebas menyesuaikan harga dan biaya agar dapat mempertahankan posisi kompetitifnya, eksposur ekonomi mungkin sama dengan nol. Aliran kas dan nilai pasar perusahaan tidak berubah karena perubahan valas telah diantisipasi. Namun, mungkin juga kondisi ekuilibrium terjadi namun perusahaan tidak ingin atau tidak dapat menyesuaikan operasinya terhadap lingkungan yang baru. Dalam kasus demikian perusahaan akan mengalami eksposur ekonomi karena realisasi aliran kas akan berbeda dengan yang diharapkan. Akibatnya, nilai pasarnya mungkin juga berubah.

c. Jangka Menengah : Kasus Ketidakseimbangan

Dampak ke 3 adalah pada aliran kas jangka menengah, dengan asumsi terjadi ketidakseimbangan. Dalam kasus ini, perusahaan tidak dapat menyesuaikan harga dan biayanya akibat perubahan kurs valas. Realisasi aliran kas perusahaan akan berbeda dengan aliran kas yang diharapkan. Karena tidak diantisipasi maka nilai pasar perusahaan bisa saja berubah.

d. Jangka Panjang.

Dampak ke-4 adalah pada aliran kas jangka panjang, yaitu periode di atas 5 tahun. Aliran kas perusahaan akan dipengaruhi oleh reaksi pesaing yang ada maupun potensial terhadap perubahan kurs dalam kondisi ketidakseimbangan.

Eksposur ekonomi dapat diantisipasi manajer dengan cara mengenali kondisi ketidakseimbangan yang terjadi juga harus mencari cara untuk mengatasinya dengan cepat. Yang harus dilakukan adalah perusahaan melakukan diversifikasi internasional baik operasi maupun dasar pembiayaannya, serta strategi pemasaran sebagai berikut (Eiteman et al., 2016):

a. Diversifikasi operasi.

Diversifikasi operasi meliputi diversifikasi penjualan, lokasi produk, dan sumber bahan baku. Cara yang umum ditempuh meliputi kegiatan :

- 1) Melakukan bauran input (*input mix*) seperti memperoleh bahan baku dengan cara *outsourcing* untuk mengantisipasi menguatnya mata uang lokal.

- 2) Menggeser produksi diantara pabrik yang ada. Perusahaan multinasional dengan sistem produksi globalnya dapat mengalokasikan produksi bagi beberapa produknya sejalan dengan berubahnya biaya produksi dalam dolar, meningkatkan produksi di negara yang mata uangnya mengalami depresiasi/devaluasi, dan menurunkan produksi di negara yang mata uangnya mengalami apresiasi/revaluasi.
  - 3) Mendirikan pabrik baru di luar negeri.
  - 4) Meningkatkan produktivitas dengan menutup pabrik yang tidak efisien, meningkatkan otomatisasi, dan meningkatkan kualitas produk.
  - 5) Perencanaan terhadap perubahan kurs. Kemampuan untuk memperkirakan fluktuasi kurs membawa implikasi yang fundamental bagi manajemen risiko valas. Berbagai strategi bersaing dapat digunakan seperti outsourcing, sistem manufaktur yang stabil, jaringan produksi global, dan memperpendek siklus produk.
- b. Diversifikasi dasar pembiayaan.

Diversifikasi dasar pembiayaan berarti mendapatkan dana di satu atau lebih pasar modal dan mata uang. Bila suatu perusahaan mendiversifikasi sumber pembiayaannya, maka ia akan memposisikan untuk mengambil manfaat dari penyimpangan temporer dari dampak Fisher Internasional. Bila perbedaan suku bunga tidak sama dengan perubahan kurs yang diharapkan, peluang untuk menurunkan biaya modal bagi perusahaan akan terbuka lebar. Namun, agar dapat mengubah sumber-sumber pembiayaan, suatu perusahaan harus telah mengenal betul masyarakat investasi dan perbankan internasional. Karena itu strategi ini bukan merupakan pilihan bagi perusahaan domestik yang membatasi pembiayaan pada satu pasar modal.

Selain mendiversifikasi pasar modal, suatu perusahaan dapat mengurangi risiko dengan mempertemukan campuran mata uang dimana ia meminjam dengan mata uang yang diterimanya dari operasi usahanya. Strategi ini banyak digunakan untuk menetralkan eksposur transaksi dan akuntansi selain eksposur ekonomi. Kendati demikian, strategi ini sulit dilaksanakan

dalam praktek karena perusahaan tidak dapat memprediksi baik jumlah maupun mata uang yang mendenominasi aliran kas dalam jangka panjang.

c. Strategi Pemasaran.

Desain strategi pemasaran dalam kondisi mata uang lokal yang fluktuatif merupakan peluang yang patut diperhitungkan untuk memperoleh keunggulan kompetitif. Strategi pemasaran yang lazim digunakan dalam mengantisipasi risiko valas adalah :

- 1) Seleksi dan segmentasi pasar. Seorang eksportir perlu memahami struktur pasar dimana ia menjual barangnya.
- 2) Strategi harga. Dua isu utamanya adalah apakah menekankan pangsa pasar atau margin laba dan seberapa sering menyesuaikan harga.
- 3) Strategi promosi. Yang menjadi isu utama disini adalah besarnya anggaran promosi untuk iklan, *personal selling*, dan perdagangan.
- 4) Strategi produk mencakup pengenalan produk baru, keputusan lini produk, dan inovasi produk. Salah satu upaya mengatasi fluktuasi valas adalah dengan mengubah saat memperkenalkan produk baru.

### 3. Eksposur Translasi/Eksposur Akuntansi

Eksposur akuntansi adalah mengukur seberapa jauh laporan keuangan konsolidasi dari suatu perusahaan dipengaruhi oleh fluktuasi kurs valas. Eksposur ini muncul karena adanya kebutuhan untuk mengkonversi laporan keuangan dari operasi perusahaan di luar negeri yang menggunakan mata uang lokal ke dalam mata uang negara asal untuk tujuan konsolidasi dan pelaporan (Eiteman et al., 2016).

Laporan keuangan konsolidasi umumnya digunakan oleh manajemen perusahaan untuk menilai kinerja perusahaan afiliasi di luar negeri. Bila kurs valas berubah sejak periode pelaporan sebelumnya, maka *translation* atau penilaian ulang atas asset, utang, penerimaan, biaya, laba dan rugi yang didenominasi dalam valas akan menyebabkan laba/rugi valas (*foreign exchange*

*gains or losses*). Kemungkinan laba/rugi valas ini diukur oleh angka eksposur akuntansi.

Untuk mengantisipasi eksposur akuntansi, manajemen berpusat pada konsep lindung nilai yaitu dengan menerapkan posisi *offsetting currency* sedemikian rupa sehingga kerugian ataupun keuntungan pada mata uang awal yang digunakan secara tepat dihilangkan dengan laba/rugi valas pada mata uang yang digunakan untuk lindung nilai (*currency hedge*). Metode yang dapat digunakan untuk mengantisipasi eksposur akuntansi adalah :

- a. Menyesuaikan aliran dana yaitu mengubah jumlah atau mata uang (atau kombinasi keduanya) dari rencana aliran kas dari perusahaan induk dan atau cabang untuk mengurangi eksposur akuntansi dalam mata uang lokal (Shapiro & Moles, 2014). Caranya dapat dilakukan melalui metode langsung yaitu dengan menyatakan ekspor dalam *hard currencies* dan impor dinyatakan dalam mata uang lokal, melakukan investasi dalam bentuk surat-surat berharga yang dinyatakan dalam *hard currencies* serta mengganti pinjaman dalam *hard currencies* dengan pinjaman dalam mata uang lokal. Selain itu, juga dapat menggunakan metode tidak langsung termasuk *transfer pricing*, *leading* dan *lagging*.
- b. *Balance sheet hedge*, yang memerlukan sejumlah aset dan kewajiban yang sama pada neraca konsolidasi perusahaan (Eiteman et al., 2016). Bila ini dapat dilakukan untuk setiap mata uang asing, eksposur akuntansi bersih akan sama dengan nol. Suatu perubahan kurs akan mengubah nilai *exposed asset* yang sama namun pada arah yang berlainan dengan perubahan nilai *exposed liabilities*. Bila perusahaan mengkonversi dengan metode-metode moneter/nonmoneter, posisi *net exposed* yang sama dengan nol disebut *monetary balance*.

Biaya dari *balance sheet hedge* tergantung dari biaya peminjaman relatifnya. Bila biaya peminjaman valas, setelah disesuaikan dengan risiko valas, lebih tinggi dibanding biaya peminjaman mata uang perusahaan induk, *balance sheet hedge* mengandung biaya yang positif, dan sebaliknya. Dengan

demikian, *balance sheet hedge* merupakan kompromi mengenai bagaimana denominasi rekening neraca diubah, yang mungkin saja dengan biaya yang dinyatakan dalam biaya peminjaman dan efisiensi operasi, agar mencapai tingkat proteksi valas tertentu.

#### **F. Mitigasi Risiko Nilai Tukar**

Kebijakan mata uang merupakan hal yang lumrah untuk dibuat oleh investor ketika membuat keputusan untuk berinvestasi dalam aktiva yang dinyatakan dalam mata uang asing. Risiko yang mungkin muncul akibat nilai tukar ini memiliki porsi yang cukup signifikan dalam anggaran risiko yang harus ditanggung investor. Oleh karenanya dalam upaya untuk memaksimalkan rasio *expected return/risk* perlu dibuat kebijakan mata uang tadi.

Risiko mata uang memiliki pengaruh yang cukup berarti pada diversifikasi portofolio. Bagi investor yang memiliki modal 60% dan obligasi 40%, dengan melakukan *hedging* (lindung nilai), eksposur mata uang dari modal asing dapat menurunkan risiko portofolio yang jumlahnya hampir sama dengan 7% pengalihan dari saham ke obligasi (Levanoni & Goldwhite, 2016).

Tidak hanya perusahaan khususnya, upaya untuk meminimalkan risiko mata uang tentunya juga berlaku bagi Utang Luar Negeri Indonesia secara keseluruhan. ULN Indonesia terdiri dari utang pemerintah, utang Bank Indonesia dan Utang Swasta. Seperti yang telah dibahas pada bab I, angka ULN ini semakin lama semakin meningkat yang sedikit banyak berpengaruh pada nilai tukar Rupiah sendiri terutama bila tiba saatnya untuk melakukan pembayaran utang yang jatuh tempo.

Untuk dapat mencapai dan memelihara kestabilan nilai Rupiah yang salah satunya dipengaruhi oleh kestabilan nilai tukar, dibutuhkan dukungan pasar keuangan yang likuid, khususnya pasar valuta asing domestik, agar kelangsungan kegiatan ekonomi nasional dapat terjaga. Upaya menjaga kelangsungan ekonomi nasional membutuhkan penguatan struktur pasar valuta asing domestik yang salah satunya dilakukan melalui pengembangan transaksi lindung nilai untuk memitigasi risiko ketidakpastian pergerakan nilai tukar yang diperlukan oleh pelaku ekonomi termasuk

pelaku ekonomi yang berbasis syariah (Peraturan Bank Indonesia Nomor 18/2/PBI/2016 Tentang Transaksi Lindung Nilai Berdasarkan Prinsip Syariah, 2016).

### **G. Hedging (Lindung Nilai)**

Hedging (lindung nilai) dalam bahasa Arab dikenal dengan istilah *tahawwut*, yang asal katanya adalah *hata*. Makna secara kebahasaan dari kata *hiyatah* termasuk didalamnya adalah tindakan pencegahan, perlindungan, perhatian dan / atau perlindungan. Arti teknis dari kata *tahawwut* di bidang keuangan adalah adopsi proses dan pengaturan serta pemilihan format kontraktual yang menjamin pengurangan risiko menjadi minimum sambil mempertahankan kemungkinan yang baik untuk pengembalian investasi (Alam et al., 2019).

Hedging (lindung nilai) telah disebutkan dalam Al-Quran dan Hadits baik secara langsung maupun tidak langsung. Dalam Al-Quran dinyatakan pada surat al-Baqarah ayat 282-283 bahwasanya Allah mengarahkan manusia untuk mencatat utang dan transaksi bisnis dan untuk mengambil saksi (Kemenag RI, 2017). Hal ini dapat mencegah kemungkinan pihak yang menolak kewajibannya terhadap pihak lain, yang dapat menyebabkan hilangnya modal. Ayat itu juga menekankan bahwa jika transaksi terjadi selama perjalanan, Allah memungkinkan jaminan untuk diambil atas utang tadi jika tidak ada catatan yang dibuat. Hal tersebut disarankan agar pihak yang berhutang sadar dan bertanggung jawab untuk memenuhi kewajibannya masing-masing.

Konsep hedging memiliki dasar yang kuat dalam hadist. Buktinya dapat diperoleh dari banyaknya hadist yang menggambarkan pentingnya mengelola risiko. Salah satu hadist menyatakan bahwa ada orang Arab Badui yang bertanya kepada Nabi Muhammad mana yang lebih baik meninggalkan untanya tanpa ikatan dan meminta perlindungan Allah untuk untanya, atau lebih baik mengikatnya. Rasulullah SAW menyuruhnya untuk mengikat untanya terlebih dahulu dan tetap tawakkal (percaya dan berserah diri) kepada Allah. Hadist tersebut menjelaskan bahwa tawakkal yang didahului dengan usaha adalah merupakan suatu yang wajib. Meskipun sebagaimana yang telah dinyatakan dalam surat al-Ma'idah ayat 23 agar umat Islam bertawakkal kepada Allah, bukan berarti disini diartikan sebagaim meninggalkan segala sesuatunya

kepada Allah tanpa melakukan upaya apa pun. Disini dapat disimpulkan bahwa Islam mengajarkan kita untuk selalu siap menghadapi hal yang tak terduga.

Aktivitas hedging terutama dilakukan untuk melindungi aliran pendapatan, profitabilitas dan neraca perusahaan terhadap pergerakan harga yang merugikan. Untuk mendapatkan hasil yang maksimal dari hedging, sangat penting untuk mengidentifikasi dan memahami tujuan dibaliknya. Praktik hedging yang baik harus didukung upaya pihak perusahaan dalam mendapatkan gambaran yang jelas tentang profil risiko dan manfaat dari hedging dalam menghindari risiko.

Hedging memiliki karakteristik sebagai berikut (Stowell, 2013) :

1. Sangat fleksibel untuk diterapkan pada jenis investasi jangka pendek maupun jangka panjang.
2. Memungkinkan untuk melakukan peminjaman uang (dan selanjutnya meningkatkan *leverage* melalui derivative) dalam upaya untuk meningkatkan *return* (imbal hasil).
3. Aturan / ketentuannya sedikit.
4. Cenderung kurang likuid disebabkan sulitnya investor memperoleh kembali uang mereka dengan adanya *lock-up agreements* (yang berfungsi mencegah adanya pencairan dana selama tahun pertama dan kedua dari perjanjian *hedging*) tadi.
5. Yang termasuk investor hanyalah individu dan institusi yang berkecukupan seperti sumbangan universitas, dana pensiun.

#### **H. Strategi Hedging (Lindung Nilai)**

Perusahaan yang melakukan utang luar negeri akan mengalami penurunan nilai modal apabila terjadi depresiasi nilai tukar. Untuk dapat mempertahankan kondisi keuangannya, perusahaan dituntut untuk melakukan *hedging* (lindung nilai) terhadap utang luar negeri miliknya, atau dengan kata lain perusahaan akan berupaya untuk melakukan *currency matching* apabila menerima utang luar negeri dengan tujuan untuk menjaga keseimbangan/kesetaraan kondisi neraca keuangannya.

Menurut Bodie dan Werton (2009) terdapat tiga cara untuk mengalihkan risiko ke pihak lain yaitu *hedging*, *insuring*, dan *diversifying* (Bodie et al., 2009). Pada dasarnya, saat memutuskan untuk melakukan *hedge* demi mengurangi kerugian akibat eksposur nilai tukar, perusahaan sudah harus pasrah untuk tidak memperoleh keuntungan. Pasar keuangan menyediakan berbagai macam mekanisme *hedging* yang dapat digunakan untuk menghadapi risiko akibat harga komoditas yang tidak pasti, harga saham, suku bunga, dan nilai tukar.

*Insuring* diartikan sebagai membayar premi (harga yang harus dibayarkan untuk asuransi) demi menghindari kerugian. Dengan membeli asuransi, berarti telah mensubstitusikan suatu kerugian yang pasti (*sure loss*) berupa pembayaran premi dengan kemungkinan (*possibility*) menderita kerugian yang lebih besar bila tidak diasuransikan. Beberapa jenis kebijakan yang digunakan untuk mengasuransikan kerugian ini adalah *credit guarantee* dan *option contracts* yang mengasuransikan kreditur dari kerugian yang berasal kegagalan debitur untuk membayar hutangnya.

*Diversifying* adalah menggabungkan dan membagi risiko, artinya memecah dana yang dimiliki ke beberapa jenis investasi daripada hanya berinvestasi ke satu jenis saja. Volatilitas dari portofolio yang didiversifikasi jauh lebih kecil dibandingkan volatilitas dari tiap-tiap komponen secara individu.

### **I. Instrumen *Currency Hedging***

Upaya melakukan kegiatan *hedging* (lindung nilai) sebagaimana yang telah dijelaskan sebelumnya dapat menggunakan instrumen derivatif. Derivatif adalah instrumen keuangan yang nilainya tergantung dari nilai beberapa variabel seperti biji-bijian, minyak mentah, minyak kelapa sawit, mata uang ataupun indeks. Derivatif digunakan untuk mengatasi ketidakpastian harga aset atau komoditas yang mendasarinya di masa depan. Derivatif dapat digunakan untuk tujuan spekulasi atau *hedging* untuk memitigasi risiko, seperti fluktuasi suku bunga, pergerakan harga saham, perubahan nilai tukar mata uang asing yang merugikan dan variabilitas harga komoditas.

Ada empat transaksi dasar yang terlibat dalam derivatif:

1. *Spot* yaitu serupa dengan  $(t+0)$ . Hal ini terjadi ketika komoditas dan uang bersamaan dipertukarkan.
2. *Deferred* (ditangguhkan), yaitu kondisi dimana uang dibayarkan secara ditangguhkan  $(t+1)$  ketika komoditas dikirimkan sekarang  $(t+0)$ .
3. Salam , yaitu kondisi ketika uang dibayarkan seketika  $(t+0)$  tetapi komoditas tersebut disediakan di masa depan  $(t+1)$ .
4. *Future* yaitu kondisi ketika komoditas dan uang dibayarkan kemudian di masa depan  $(t+1)$ .

Keempat transaksi dasar dalam derivatif tersebut dinyatakan sebagai *forward*, *future*, *option* dan *swap contract* (ISRA, 2011). *Forward* dan *future contract* adalah kontrak untuk penangguhan penyerahan *underlying asset*. *Underlying asset* bisa berupa komoditas seperti jagung, minyak, dan sebagainya, sedangkan instrumen keuangan bisa berupa obligasi, mata uang, indeks saham, surat berharga hipotek dan lainnya. Kontrak *forward* adalah perjanjian untuk membeli atau menjual aset pada tanggal yang ditentukan untuk harga yang ditentukan. *Forward contract* mewajibkan pembeli untuk membeli sejumlah aset spesifik di masa depan dengan *forward price* pada waktu yang telah disepakati di masa datang. *Forward contract* dilakukan tidak melalui pasar bursa atau *Over The Counter (OTC) contract*. *Forward contract* tidak likuid dan dinegosiasikan secara pribadi antara dua pihak. Keuntungan maupun kerugian dari kontrak ini tergantung dari selisih antara *forward* dengan *spot price* dari aset tersebut di saat kontrak tersebut jatuh tempo. *Forward contract* diselesaikan pada saat jatuh tempo saja.

*Future contract* atau kontrak berjangka merupakan perjanjian atau kesepakatan untuk membeli dan menjual aset tertentu pada saat tertentu dengan atau pada harga tertentu dalam kurun waktu tertentu di masa yang akan datang (Hull, 2018). *Future contract* juga dinyatakan sebagai alternatif dari kontrak *forward* yang menuntut penyerahan suatu jumlah valuta asing standar di masa depan dengan waktu, tempat, dan harga yang sudah ditentukan. *Future contract* berbeda dengan *forward contract* dimana *future contract* bentuknya sudah standar (sudah dibuat baku), telah disekuritisasi dan di perdagangkan di pasar tertentu, di tengah-tengah masyarakat.

Kontrak tidak dilakukan secara pribadi oleh dua pihak, tetapi dilakukan melalui bursa yang terorganisir (Eiteman et al., 2016).

*Option* atau opsi dapat diperdagangkan baik di bursa maupun di luar bursa. Ada dua jenis *option* yaitu *call option* dan *put option*. *Call option* memberikan hak kepada pemilik *calls* atau pembeli *calls* untuk membeli aset tertentu pada harga tertentu dan tanggal tertentu di masa yang akan datang. Sedangkan pembeli *put* atau pemilik *put* memiliki hak menjual aset tertentu pada harga tertentu dan pada tanggal tertentu di masa yang akan datang. Harga dalam kontrak disebut *strike price* atau *exercise price*, dan tanggal pada kontrak disebut *maturity date*. Gaya opsi ini ada dua, gaya Eropa dan gaya Amerika. Opsi Eropa dapat di *exercise* hanya persis pada tanggal jatuh tempo saja, sedangkan opsi Amerika dapat di *exercise* kapan saja sepanjang hidup opsi atau selama opsi belum jatuh tempo maupun persis pada tanggal jatuh tempo (Hull, 2018).

*Swap* adalah kesepakatan antara dua perusahaan atau dua pihak untuk saling mempertukarkan aliran arus kasnya di masa yang akan datang. Mekanisme pelaksanaannya dapat dilakukan dengan cara memperbolehkan perusahaan yang memiliki kewajiban untuk melakukan pembayaran transaksi mendenominasi pengeluarannya tersebut dalam mata uang yang paling banyak diterimanya dari keseluruhan pendapatannya (Madura & Fox, 2023).

Derivatif dianggap menjadi salah satu alat untuk manajemen risiko dan seringkali digunakan untuk mengurangi risiko terkait pergerakan harga maupun risiko nilai tukar (Nordin & Omar, 2012). Walaupun beberapa penelitian juga menunjukkan hasil dimana perusahaan masih rentan terhadap eksposur nilai tukar meskipun telah melakukan *currency matching* (Indawan et al., 2015).

Upaya untuk mengelola risiko atau *hedging* merupakan hal yang diperbolehkan dalam Syariah Islam dan sangat sesuai dengan tujuan Syariah (*maqasid al-shariah*) yang salah satunya adalah untuk melindungi kekayaan dari bahaya apa pun. Hal ini sebagaimana yang dinyatakan dalam Al-Quran Surat Al-Baqarah ayat 282-283 yang menjelaskan dasar-dasar sistem akuntansi dan sistem jual beli, yaitu mencatat hutang piutang dengan baik dan rinci. Oleh karenanya, melakukan pencatatan atas transaksi

jual beli yang dilakukan tidak secara tunai adalah wajib hukumnya (Kemenag RI, 2017).

Hal-hal yang harus terpenuhi mencakup masa hutang, pencatatnya harus memiliki sifat adil dan syarat-syarat yang diterapkan harus dapat diterima oleh yang berhutang, bukan sesuai kehendak yang menghutangi seperti sistem riba atau kapitalisme sekarang. Catatan transaksi harus detil mencakup semua masalah besar maupun kecil. Hal ini menjadi sistem yang paling kuat menghilangkan keragu-raguan dan sangat menjamin para pihak jika terpaksa harus dibawa ke pengadilan dalam memutuskan perselisihan diantara mereka.

#### **J. Instrumen *Islamic Currency Hedging***

Pada dasarnya *hedging* digunakan untuk meminimalkan/mengelola risiko atas eksposur, jadi bukan dianggap seperti asuransi. Risiko tidak dapat dihindari dalam kegiatan ekonomi, oleh karenanya investor harus berusaha semaksimal mungkin untuk mengelolanya dengan baik.

Ada beberapa pendekatan yang dapat dilakukan dalam penerapan *hedging*. Tiga diantaranya adalah :

##### *a. Economic hedging*

Investor dalam hal ini melakukan diversifikasi investasi untuk mengantisipasi varians keuntungan yang diharapkannya. Dengan melakukan diversifikasi, investor dapat memilih jenis investasi yang diharapkan dapat memberikan keuntungan dengan melihat kemungkinan risiko yang dihadapi.

Beberapa hal yang dapat dilakukan dalam *economic hedging*:

- 1) Penyelesaian aset dan liabilitas. Untuk mengantisipasi ketidakselarasan antara aset dengan liabilitas, perusahaan melakukan strategi *just in time*, menerapkan strategi penjualan *direct-to-customer* dan menciptakan *system supply* yang efisien (Al-Suwailem, 2006). Dalam hal ini, peranan derivatif cukup penting untuk mengalihkan risiko ketidakselarasan neraca ke pihak lain.
- 2) *Natural Hedge*. Yang dimaksud sebagai *Natural Hedge* adalah upaya untuk menyeleasikan aset dan liabilitas dalam rangka mengurangi risiko tingkat suku

bunga maupun risiko mata uang. Balance sheet hedge dilakukan dengan mengubah karakteristik penetapan kembali harga aset dan liabilitas atau volumenya untuk mengurangi eksposur suku bunga tanpa harus membeli instrumen derivatif seperti *interest rate swaps* ataupun *futures*. Biasanya *natural hedging* digunakan untuk menghindari biaya hedging atas penggunaan *derivative*.

3) *Dynamic Hedging*. *Dynamic hedging* adalah penggunaan *hedging* yang dilakukan untuk meminimalkan risiko nilai tukar ketika mata uang yang dimiliki diperkirakan akan mengalami depresiasi dan tidak menggunakan *hedging* ketika mata uang yang dimiliki diperkirakan akan mengalami apresiasi. (Madura & Fox, 2023).

b. *Cooperative hedging*. *Cooperative hedging (mutual hedging)* pada dasarnya menekankan pada sikap saling membantu satu sama lain. Artinya unsur laba tidak dipentingkan disini begitu pula spekulasi (Al-Suwailem, 2006). Konsep yang dijalankan berupa aturan diantara sesama *hedgers* saja, bukan antara *hedgers* dengan spekulator sebagaimana yang mungkin terjadi jika menggunakan derivatif. Dalam prakteknya akan terjadi distribusi risiko tanpa adanya risiko tambahan yang dapat menguras sumber daya maupun membahayakan kestabilan sistem yang sudah ada.

Melalui aturan *cooperative*, investor-investor muslim dan lembaga-lembaga Islam saling berbagi risiko yang mereka hadapi. Dikarenakan tidak berorientasi laba, aturan yang berlaku bisa menjadi sangat fleksibel dan dapat mengatasi risiko jenis apa pun.

*Cooperative hedging* cukup efektif untuk mengatasi risiko mata uang. Alasannya adalah Syariah melarang penggunaan mata uang untuk perdagangan yang berorientasi laba dan hal inilah yang mustahil dapat dilakukan oleh *hedging* konvensional. Perusahaan dapat mencadangkan keuntungan yang diperolehnya sekarang untuk menutupi defisit yang mungkin terjadi di masa yang akan datang.

Hal yang harus dilakukan oleh lembaga-lembaga Islam adalah menyiapkan dana kooperatif (*cooperative fund*) untuk mendistribusikan dan menyebarkan risiko

mata uang. Pihak-pihak yang memiliki dana ini harus memiliki profil risiko yang berbeda dengan tujuan agar dapat mendiversifikasikan risiko mereka secara lebih efisien. Setiap pihak melaksanakan kegiatan operasinya secara normal namun telah mempersiapkan dirinya dengan kemungkinan memperoleh keuntungan ataupun kerugian akibat pertukaran mata uang dengan dana tersebut. Pada saat terjadi surplus, dana tersebut disimpan sebagai cadangan untuk mengantisipasi kondisi rugi.

c. *Contractual Hedging*

Contractual Hedging merupakan suatu upaya untuk mengatasi eksposur transaksi dengan menggunakan *hedging* di pasar *forward*, *futures*, uang dan opsi termasuk berbagai pengajuan *swap* baik berupa *back-to-back loan*, *swap* mata uang maupun kredit *swap*.

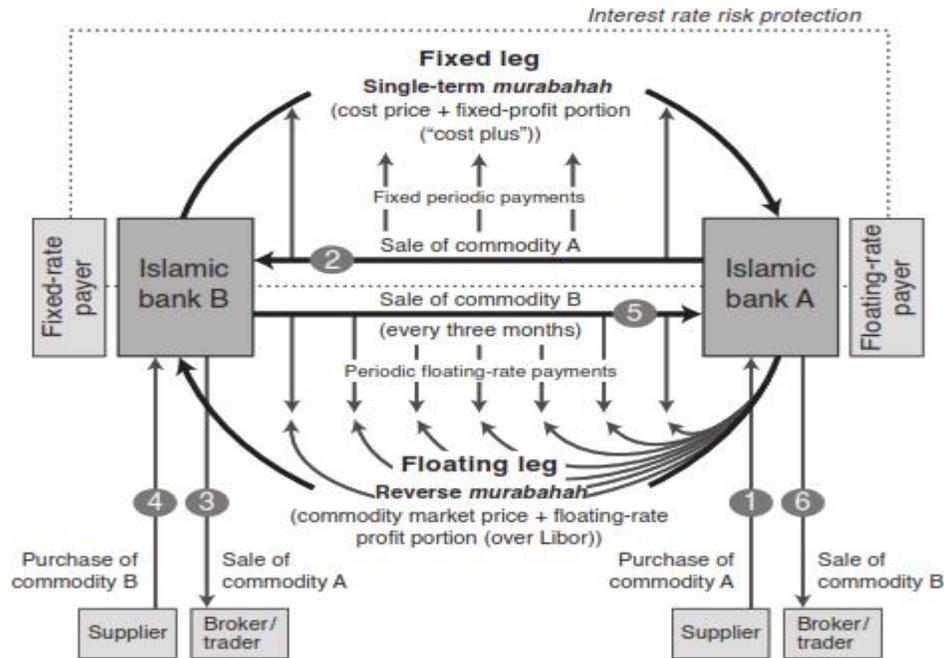
Ada beberapa jenis *Islamic Hedging* (Mohamad et al., 2014):

1. ***Islamic Profit Rate Swap (IPRS)***.

Instrumen ini, dipelopori oleh Commerce International Merchant Bank of Malaysia di tahun 2005, memungkinkan lembaga keuangan untuk mengelola eksposur mereka terhadap *fixed and floating rates of return* (tingkat pengembalian tetap dan mengambang). Melalui *profit-rate swap*, perusahaan dapat merestrukturisasi kondisi tingkat pengembalian yang semestinya (tetap atau mengambang). Profit rate swap didasarkan pada kombinasi dua kontrak murabahah komoditas. *Floating-rate leg* melibatkan penjualan murabahah berkala suatu komoditas dengan proteksi penjual dalam pertukaran untuk cicilan dimasa yang akan datang pada *fair value* (harga nilai wajar/harga pasar) ditambah *floating rate profit portion* (porsi tingkat keuntungan mengambang) atau *cost-plus* yang bervariasi tergantung pada perubahan dalam beberapa patokan yang telah disepakati sebelumnya (misalnya London atau Kuala Lumpur Interbank Offered Rate).

*Fixed rate leg* menetapkan satu kali penjualan komoditas dengan melindungi pembeli berupa pembayaran di masa mendatang yang sudah ditentukan

sebelumnya. Kedua belah pihak dapat menjual komoditasnya untuk menutup pembayaran awal mereka. Sebagai catatan, perlu diketahui bahwa pembayar suku bunga mengambang (atau pembeli yang melakukan perlindungan suku bunga) membeli komoditas B secara bertahap – tidak seperti pembayar suku bunga tetap (penjual perlindungan suku bunga), yang menerima komoditas A secara penuh di awal. Berikut ini dapat dilihat skemanya (Jobst, 2015).



Sumber : Jobst (2010)

UNIVERSITAS SUMATERA UTARA  
SUMATERA UTARA MEDAN  
**Gambar 2.1 : Profit Rate Swap berbasis Murabahah**

Berdasarkan standar 3 International Islamic Financial Market dinyatakan bahwa *Islamic Profit Rate Swap* (IPRS) atau *Mubadalatul Arbaah* (MA)/ *swap* tingkat keuntungan didefinisikan sebagai suatu kesepakatan dimana setiap pihak memberikan wa'ad (usaha) kepada pihak lain untuk membeli aset yang memenuhi ketentuan syariah dari pihak lain pada satu atau lebih tanggal yang ditentukan di masa depan yang sudah disepakati, tunduk pada kondisi tertentu yang dipenuhi, atas dasar transaksi Murabahah yang akan dilakukan pada setiap pelaksanaan wa'ad (usaha) oleh pihak lain tersebut dan dimana harga pembelian terutang ditentukan dengan mengacu pada harga biaya aset ditambah jumlah keuntungan

(International Islamic Financial Market, 2012). IPRS juga dapat diartikan sebagai perjanjian bilateral antara dua pihak untuk melakukan pembayaran rutin satu sama lain pada interval yang disepakati. Instrumen ini digunakan untuk melakukan lindung nilai terhadap kerugian pergerakan tingkat keuntungan, biasanya dengan menukar arus kas dari tetap menjadi mengambang atau sebaliknya dalam mata uang yang sama. Transaksi komoditas digunakan pada setiap tanggal penyelesaian. Jumlah dan periode waktu antara pembayaran reguler dapat disesuaikan menurut klien dan bank (Rahman & Ramli, 2015).

Di pasar saat ini, kontrak lebih lanjut yang disebut kontrak *wa'ad* digunakan untuk memastikan bahwa *swap* telah jatuh tempo. Sebuah *wa'ad* adalah janji sepihak yang mengikat dan mengikat hanya dalam satu cara saja. Penerapannya adalah dengan pelaksanaan serangkaian kontrak murabahah yang mendasarinya (ditanggung plus biaya plus penjualan) atas aset atau komoditas tertentu yang sesuai dengan Syariah. Sebelum setiap tahap murabahah komoditas dan tahap murabahah kebalikannya dalam struktur berikut, sebuah *wa'ad* diberikan oleh mitra pengimbang (pihak lawan). *Wa'ad* memastikan bahwa janji itu dilaksanakan pada perdagangan komoditas murabahah maupun murabahah kebalikannya. Ini terus berlanjut hingga *swap* berakhir.

Struktur dasar yang paling umum untuk IPRS terkait dengan struktur yang didukung aset Syariah menggunakan *plain vanilla commodity murabahah* (transaksi derivatif valas terhadap rupiah yang standar untuk komoditas murabahah). Adapun yang menjadi alasan kenapa menggunakan struktur ini karena adanya larangan dalam Islam yang menyatakan harus terbebas dari unsur-unsur riba, *gharar* (ketidakpastian) dan *maysir* (judi). Kewajiban pembayaran masing-masing pihak dihitung menggunakan formula penentuan harga yang berbeda.

Secara sederhana dapat disimpulkan bahwa *Islamic Profit Rate Swap* menggunakan struktur *wa'ad* melalui penjualan murabahah. *Wa'ad* adalah perjanjian atau janji oleh satu pihak (pembeli aset) kepada pihak lain (penjual aset) itu, jika diminta oleh penjual (biasanya disebut pelaksanaan usaha atau *wa'ad*), pembeli akan memenuhi janjinya untuk mengadakan akad murabahah. Artinya

pembeli akan melakukan pembelian dengan menggunakan kontrak murabahah atas sejumlah aset yang memenuhi ketentuan syariah pada harga yang disepakati pada tanggal pelaksanaan yang relevan.

## 2. Islamic Cross Currency Swap (ICCS)

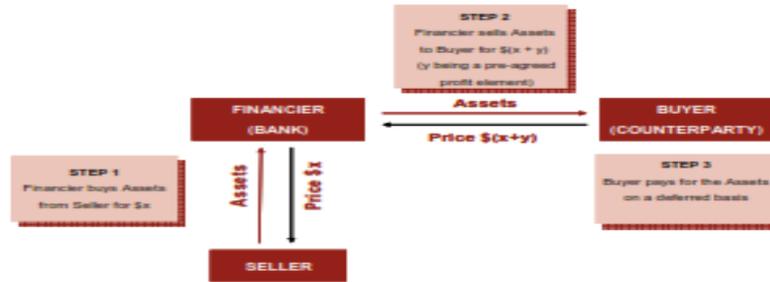
*Islamic Cross Currency or FX Swap* adalah kontrak yang dirancang sebagai mekanisme untuk meminimalkan eksposur pelaku pasar terhadap pertukaran mata uang di pasar yang tidak stabil dan berfluktuasi. Strukturnya tidak boleh bertentangan dengan prinsip-prinsip Syariah. Dengan kata lain, tujuan utama produk ini adalah untuk melindungi investor dari risiko fluktuasi nilai mata uang (International Islamic Financial Market, 2012).

Struktur kontrak swap valuta asing didasarkan pada konsep wa'ad. Pengaturan ini terdiri dari *bai 'sharf* pada awal transaksi, diikuti dengan janji (*wa'dan*) yang disampaikan konsumen untuk mencari penukaran mata uang di tanggal mendatang dengan nilai tukar hari ini. Pada tanggal yang akan datang ini, *bai 'sharf* lain dilakukan pada nilai tukar yang dijanjikan pada tanggal sebelumnya (Hunt-Ahmed, 2013). Janji bilateral dalam kajian fiqh dikenal sebagai muwa'adah. Muwa'adah berbeda dengan wa'ad karena muwa'adah berbalas timbal balik antara dua pihak dan saling terkait satu sama lain. Bahkan muwa'adah yang mengikat kedua belah pihak sangat mirip karakter 'aqd. Namun, penggunaan muwa'adah dalam kontrak *Islamic forward* dilarang oleh AAOIFI (A. A. Ahmad & Ahmad, 2014)a.

Tantangan saat menyusun derivative yang sesuai syariah adalah menghasilkan arus kas yang mirip dengan produk turunan konvensional namun menggunakan teknik pembiayaan syariah yang sudah mapan. Dalam konteks *cross currency swap* ini dua transaksi murabaha simultan, istilah murabaha dan *reverse murabaha*, digunakan untuk menghasilkan arus kas yang mirip dengan *swap* mata uang konvensional). Sebuah murabaha adalah aturan penjualan di mana pemodal membeli barang dari pemasok dan kemudian menjualnya ke rekanan dengan harga

yang ditangguhkan dengan memasukkan margin keuntungan pemodal (Tredget et al., 2011).

Berikut ini diagram murabaha dimaksud :

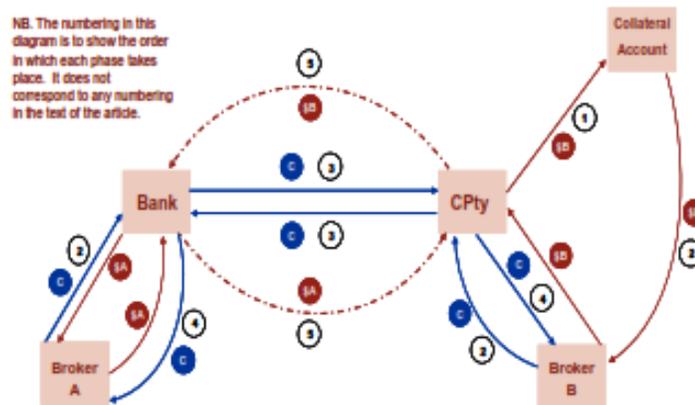


Sumber : Tredget (2011)

### Gambar 2.2 : Struktur Murabaha

Dengan demikian, berdasarkan istilah *murabaha* dan *reverse murabaha*, para pihak setuju untuk menjual aset yang sesuai dengan syariah satu sama lain untuk pengiriman segera tetapi pada persyaratan pembayaran yang ditangguhkan dalam mata uang yang berbeda (yaitu menggunakan dua murabaha paralel untuk menghasilkan arus kas antar pihak yang ditangguhkan yang sesuai dalam mata uang yang dipertukarkan (mata uang A dan B)). Struktur ini, pada efeknya, tidak berbeda dengan struktur "pinjaman paralel" yang digunakan oleh lembaga dalam contoh awal swap mata uang konvensional.

Untuk dapat melihat secara keseluruhan proses *cross currency swap* dapat dilihat pada gambar di bawah ini:



Sumber : Tredget (2011)

### Gambar 2.3 : Struktur Full Cross Currency Swap

#### 3. Islamic Foreign Exchange Forward

*Islamic Foreign Exchange Forward* (IFX) pada dasarnya melibatkan dua mata uang yang berbeda. Sesuai Syariat (Syariat) pertukaran dua mata uang yang berbeda/nilai balasan harus dilaksanakan saat itu (*spot*) atau simultan (yaitu *hand to hand*) karena dianggap sebagai barang Ribawi (yaitu, bunga). Dalam transaksi IFX Forward karena sedang dipraktikkan di pasar IFX saat ini, nilai tukar akan dikunci berdasarkan prinsip Wa'ad pada tanggal kontrak (yaitu tanggal perdagangan) tetapi pengiriman kedua mata uang yang berbeda akan ditangguhkan ke tanggal mendatang (yaitu tanggal penyelesaian). Perlu dicatat dalam hal ini bahwa Syariat tidak melarang janji untuk membeli dan menjual mata uang pada satu tanggal dengan pengiriman yang akan dilakukan pada tanggal lain karena kontrak yang tepat hanya menyimpulkan pada hari pengiriman (IIFM, 2012).

Struktur *Islamic FX Forward* didasarkan kepada wa'ad yang mengikat yang mengharuskan pihak (yaitu, pihak yang berjanji/promisor) berjanji untuk membeli mata uang yang relevan untuk penyelesaian pada tanggal tertentu yg sudah disepakati (*forward value date*) pada tingkat dan jumlah yang disepakati hari ini. Wa'ad digunakan dalam struktur ini untuk memenuhi persyaratan Syariah yang melarang penangguhan nilai penghitung dalam perdagangan mata uang. Syariah tidak melarang janji untuk membeli dan menjual mata uang pada satu tanggal dengan pengiriman yang akan dilakukan pada tanggal lain karena kontrak yang tepat hanya menyimpulkan pada hari pengiriman. Dengan kata lain, perdagangan mata uang actual hanya terjadi pada tanggal nilai, bukan pada tanggal transaksi, dan oleh karena itu, tidak ada masalah riba yang muncul karena wa'ad bukanlah kontrak.

Ada dua struktur yang biasa digunakan di pasar untuk pengaturan hedging IFX yang sesuai syariah , yaitu :

a. *Two Unilateral Independent Wa'ad Structure* (Dua Struktur Wa'ad Independen Sepihak)

Dalam struktur ini, setiap pihak dalam perjanjian secara sepihak akan memberikan wa'ad independen (janji/usaha) untuk bertukar satu mata uang dengan mata uang lain, pada tanggal yang akan datang pada jumlah yang ditentukan. Setiap wa'ad akan berisi serangkaian kondisi yang berbeda sehingga hanya salah satu wa'ad yang dapat dilaksanakan pada tanggal penyelesaian tanpa kewajiban lebih lanjut yang timbul di bawah wa'ad lainnya (janji/usaha).

b. *Single Binding Wa'ad Structure* (Struktur Wa'ad Pengikatan Tunggal)

Dalam struktur ini, wa'ad dimana pihak yang berjanji untuk membeli atau menjual berkewajiban untuk memenuhi janji itu. Perlu dicatat bahwasanya wa'ad, yang mengikat dari hanya satu pihak menurut Syariah (hukum Islam) tidak dianggap sebagai kontrak. Oleh karenanya Islamic FX Contract boleh digunakan dilihat dari sudut Syariah.

Perbedaan utama antara *Two Unilateral Independent Wa'ad Structure* dengan *Single Binding Wa'ad Structure*, pada struktur *Two Unilateral Independent Wa'ad* setiap pihak dengan perjanjian secara sepihak memberikan wa'ad independen (janji/usaha) untuk menukar satu mata uang dengan mata uang lain pada tanggal mendatang pada jumlah yang ditentukan. Setiap wa'ad seperti yang dijelaskan sebelumnya, akan berisi serangkaian kondisi yang berbeda sehingga hanya salah satu usaha yang dapat dilaksanakan pada tanggal penyelesaian tanpa kewajiban lebih lanjut yang timbul di bawah janji lainnya.

Sementara pada struktur *Single Binding Wa'ad* hanya ada satu pihak yang berusaha untuk melakukan lindung nilai dengan cara membeli mata uang tertentu pada tanggal yang akan datang berdasarkan tingkat yang ditentukan hari ini, memberikan Wa'ad (janji / usaha) yang mengikat untuk membeli mata uang tersebut. Dalam transaksi ini pihak yang mencari lindung nilai akan mengidentifikasi persyaratannya, misalnya, ia memiliki dana surplus dalam mata uang (a) (misalnya USD) dan ingin berinvestasi dalam mata uang (b) (misalnya

Euro), tetapi dia khawatir bahwa fluktuasi nilai tukar mata uang (a) dan mata uang (b) dapat mengeksposnya ke ketidakpastian arus kas dan karenanya ingin mengurangi risiko ini.

Beberapa penelitian yang sudah dilakukan terkait penerapan *Islamic Foreign Exchange Forward* ini. Salah satunya adalah penelitian yang dilakukan oleh Ismal (2019) yang berjudul *Islamic Hedging for Pilgrimage Fund: case of Indonesia* dengan menggunakan metode simulasi yang menemukan bahwa semakin panjang Islamic hedging tenor yang dipakai maka semakin baik penerapan Islamic Hedging tersebut dan waktu yang tepat untuk melakukan hedging dana haji adalah pada saat terjadi penurunan nilai Rupiah terhadap Dolar sementara itu kondisi saat nilai Rupiah terapresiasi terhadap Riyal Arab Saudi merupakan kondisi yang tidak tepat untuk melakukan hedging dana haji (Ismal & Septiana, 2019).

Ahmad (2012) dalam penelitiannya yang berjudul *Islamic Forward Exchange Contracts as a Hedging Mechanism: an analysis of wa'd principle* menyimpulkan bahwa untuk membuat forward exchange contract dapat memenuhi kondisi *spot exchange currencies* (kondisi pertukaran spot mata uang), mayoritas bank telah mengadopsi prinsip-prinsip wad mulzim pada tahap awal dan kontrak actual terjadi atau dieksekusi pada tanggal pengiriman. Namun, praktik wa'd mulzim memiliki kekurangan karena hanya melindungi hak bank sementara nasabah yang umumnya promissor dalam kontrak terkena risiko gagal bayar. Untuk mengatasi masalah ini, prinsip wa'dan harus dieksplorasi untuk mempelajari kesesuaian dan potensialitasnya sebagai dasar dalam penataan produk hedging Islami (A. A. Ahmad et al., 2012).

## **K. Transaksi Hedging Dalam Islam**

Hedging merupakan salah satu cara mengelola risiko keuangan khususnya risiko fluktuasi nilai tukar. Menurut Al-Suwailem (2006) dalam bukunya *Hedging in Islamic Finance*, jika kita mendefinisikan risiko sebagai kemungkinan kerugian (yang mendatangkan mudharat), maka sangat jelas Islam tidak menginginkan terjadinya kerugian dan mudharat dalam harta.

Penerapan strategi *Islamic Hedging* dalam bentuk transaksi forward oleh bank syariah dapat dilakukan sebagaimana transaksi forward yang diterapkan pada bank konvensional. Namun yang perlu diperhatikan adalah tidak bertentangan dengan prinsip syariah serta bukan bertujuan untuk spekulasi. Penggunaan indikator pasar uang konvensional sebagai acuan mendapatkan hitungan forward point tidak dapat dihindari, karena belum tersedia dalam bentuk syariah (Arsyi, 2016). Dalam mencari *assessment forward point* dibutuhkan nilai valas yaitu USD dan *rate* dari mata uang domestik yaitu rupiah. *Rate* valas terdapat pada Pasar Uang Antar bank (PUAB) Valas, sedangkan *rate* untuk mata uang rupiah tergambar di dalam *rate* indikator pasar uang rupiah.

Adapun acuan premi yang digunakan adalah :

1. Pasar Uang Antar Bank (PUAB)

Pasar uang adalah pasar perdagangan surat-surat berharga jangka pendek. Surat-surat yang diperdagangkan di pasar uang adalah uang (*money*) dan uang kuasi (*near money*). Uang dan kuasi tersebut yang dimaksud tidak lain adalah financial paper yang mewakili uang dimana seseorang mempunyai kewajiban kepada orang (atau perusahaan) lain. PUAB terdiri dari PUAB Rupiah Pagi dan PUAB Rupiah Sore, serta PUAB Valas.

2. Pasar Uang Antar Bank Syariah (PUAS)

PUAS adalah transaksi keuangan jangka pendek antar bank berdasarkan prinsip syariah baik dalam rupiah maupun valuta asing. Instrumen PUAS adalah instrumen keuangan berdasarkan prinsip syariah yang diterbitkan oleh Bank yang digunakan sebagai sarana transaksi PUAS (Soemitra, 2009).

Berbeda dengan PUAB rupiah dan valas, pada PUAS kompensasi yang diberikan adalah berupa nisbah atas hasil keuntungan yang telah disepakati sebelumnya berdasarkan perjanjian mudharabah. Instrumen yang digunakan dalam PUAS saat ini masih terbatas yaitu sertifikasi investasi *Mudharabah* (SIMA). SIMA merupakan instrumen keuangan yang diperjualbelikan berdasarkan prinsip syariah dan diterbitkan oleh Bank Umum Syariah (BUS) dan Unit Usaha Syariah (UUS)

yang digunakan sebagai sarana investasi jangka pendek di PUAS dengan akad *mudharabah* (Bank Indonesia, 2013). Besarnya imbalan SIMA dihitung berdasarkan jumlah nominal investasi, tingkat imbalan deposito investasi Mudharabah sesuai dengan jangka waktu penanaman dana dan nisbah bagi hasil yang disepakati. Rumus perhitungan besarnya imbalan sertifikat IMA sebagai berikut (SE No. 14/2/DPM, 2012.):

$$X = P \times R \times \frac{T}{360} \times K$$

Keterangan:

X = Besarnya imbalan yang diberikan kepada bank penanam dana

P = Nilai nominal investasi

R = Tingkat imbalan deposito investasi Mudharabah (sebelum didistribusikan)

T = Jangka waktu investasi

K = Nisbah bagi hasil untuk bank penanam dana atau tingkat realisasi Imbalan Sertifikat IMA

### 3. Jakarta Interbank Offered Rate (JIBOR)

JIBOR adalah rata-rata dari suku bunga indikasi pinjaman tanpa agunan (*unsecured*) yang ditawarkan dan dimaksudkan untuk ditransaksikan oleh Bank Kontributor kepada Bank Kontributor lain untuk meminjamkan rupiah untuk tenor tertentu di Indonesia. JIBOR merupakan suku bunga acuan yang digunakan pada transaksi keuangan antara lain untuk referensi suku bunga mengambang, produk derivative suku bunga dan valuasi instrumen keuangan dalam mata uang rupiah. Penggunaan JIBOR akan mendukung terciptanya pasar uang yang likuid dan dalam serta efisiensi transaksi di pasar uang yang pada akhirnya akan memperkuat stabilitas moneter dan sistem keuangan di Indonesia.

### 4. Fasilitas Bank Indonesia Syariah (FASBIS)

FASBIS adalah fasilitas simpanan yang disediakan oleh Bank Indonesia kepada Bank untuk menempatkan dananya di Bank Indonesia untuk *standing facilities*. *Standing Facilities* Syariah adalah fasilitas yang disediakan oleh Bank Indonesia kepada Bank dalam rangka Operasi Moneter Syariah. FASBIS menggunakan akad

wadiah (titipan) dan berjangka waktu paling lama 14 (empat belas) hari kalender dihitung dari tanggal penyelesaian transaksi sampai dengan tanggal jatuh tempo. Fasilitas ini tidak dapat diperdagangkan, tidak dapat diagunkan, dan tidak dapat dicairkan sebelum jatuh tempo. Bagi yang meneempatkan dananya pada FASBIS, maka Bank Indonesia dapat memberikan imbalan atas penempatan dana tersebut.

#### **L. Peraturan Bank Indonesia Terkait Lindung Nilai**

Pentingnya penggunaan *Hedging* (Lindung Nilai) untuk memitigasi risiko salah satunya mengacu kepada Peraturan Bank Indonesia. Berikut ini beberapa Peraturan Bank Indonesia tentang Lindung Nilai yang digunakan sebagai acuan dalam penelitian ini:

##### **1. PBI Nomor 15/8/PBI/2013 Tentang Transaksi Lindung Nilai Kepada Bank**

Transaksi Lindung Nilai menurut Pasal 1 PBI Nomor 15/8/PBI/2013 Tentang Transaksi Lindung Nilai Kepada Bank merupakan cara atau teknik untuk mengurangi risiko yang timbul maupun yang diperkirakan akan timbul akibat adanya fluktuasi harga di pasar keuangan yang dilakukan oleh nasabah dengan tujuan untuk memitigasi risiko atau melindungi nilai suatu aset, kewajiban, pendapatan, dan/atau beban nasabah terhadap risiko fluktuasi mata uang di masa yang akan datang. Transaksi Lindung Nilai terdiri dari Transaksi Lindung Nilai Beli dan Transaksi Lindung Nilai Jual (Peraturan Bank Indonesia Nomor 15/8/PBI/2013 Tentang Transaksi Lindung Nilai Kepada Bank, 2013).

Adapun bentuk Transaksi Lindung Nilai yang dinyatakan dalam pasal 2 PBI tersebut adalah dalam bentuk transaksi derivatif valuta asing terhadap rupiah yang standar (*plain vanilla*). Untuk pelaksanaannya, diwajibkan adanya *underlying* kegiatan ekonomi antara lain berupa pembayaran utang dalam valuta asing, kegiatan ekspor impor dan kegiatan investasi. Penyelesaian Transaksi Lindung harus dilaksanakan dengan pemindahan dana pokok secara penuh (yaitu penyerahan dana secara riil untuk masing-masing transaksi jual dan/atau transaksi beli valuta asing terhadap rupiah sebesar nilai penuh nominal transaksi

atau ekivalennya), kecuali untuk beberapa hal yang ditentukan dalam peraturan tersebut.

Perlakuan akuntansi untuk Transaksi Lindung Nilai harus tunduk pada Standar Akuntansi Keuangan yang berlaku. Adapun keuntungan atau kerugian yang timbul dari Transaksi Lindung Nilai yang memenuhi kriteria akuntansi Lindung Nilai (*hedge accounting*) sebagaimana diatur dalam Standar Akuntansi Keuangan yang berlaku, merupakan pendapatan atau biaya dalam rangka Lindung Nilai.

## **2. PBI Nomor 18/2/PBI/2016 Tentang Transaksi Lindung Nilai Berdasarkan Prinsip Syariah**

Lindung Nilai berdasarkan Prinsip Syariah (*Al tahawwuth al-Islami*) menurut PBI Nomor 18/2/PBI/2016 tentang transaksi lindung nilai berdasarkan prinsip syariah yang selanjutnya disebut Lindung Nilai Syariah adalah cara teknik lindung nilai atas risiko perubahan nilai tukar berdasarkan prinsip syariah dalam rangka memitigasi risiko perubahan nilai tukar berdasarkan Prinsip Syariah (Peraturan Bank Indonesia Nomor 18/2/PBI/2016 Tentang Transaksi Lindung Nilai Berdasarkan Prinsip Syariah, 2016).

Sebagaimana dinyatakan dalam Pasal 1 ayat 7, diwajibkan adanya *underlying* transaksi saat melakukan Transaksi Lindung Nilai Syariah. Adapun jenis transaksi yang diperbolehkan adalah Transaksi *Spot* yaitu transaksi pembelian dan penjualan valuta asing yang penyerahan dananya dilakukan paling lambat 2 (dua) hari kerja setelah tanggal transaksi. Termasuk dalam Transaksi *Spot* adalah transaksi dengan penyerahan valuta pada hari yang sama (*today*) atau dengan penyerahan 1 (satu) hari kerja setelah tanggal transaksi (*tomorrow*).

Dalam pelaksanaan transaksi *Spot* digunakan *Forward Agreement* (*Al-muwa'adat li 'aqd al-sharf al-fawri fi al-mustaqbal*) yang selanjutnya disebut *Forward Agreement* adalah saling berjanji (*muwa'adah*) untuk melakukan

Transaksi *Spot* dalam jumlah tertentu di masa yang akan datang dengan nilai tukar atau perhitungan nilai tukar yang disepakati pada saat saling berjanji.

Pada pelaksanaannya, sebagaimana yang dinyatakan dalam Pasal 4 dan 5 bahwasanya Transaksi Lindung Nilai tidak boleh dilakukan untuk tujuan yang bersifat spekulatif. Transaksi Lindung Nilai Syariah harus didahului dengan *Forward Agreement* atau rangkaian *Forward Agreement*, dan dokumen nya tidak dapat diperjualbelikan.

Jenis transaksi lindung nilai syariah yang dapat digunakan yaitu Transaksi Lindung Nilai Sederhana (*'Aqd al Tahawwuth al-Basith*) atau Transaksi Lindung Nilai Kompleks (*'Aqd al Tahawwuth al-Murakkab*). Yang dimaksud dengan Transaksi Lindung Nilai Sederhana (*'Aqd al Tahawwuth al-Basith*) adalah transaksi lindung nilai dengan skema *Forward Agreement* diikuti dengan Transaksi *Spot*, sedangkan Transaksi Lindung Nilai Kompleks (*'Aqd al Tahawwuth al-Murakkab*) adalah transaksi lindung nilai dengan skema rangkaian *Forward Agreement* yang kemudian diikuti dengan Transaksi *Spot*.

#### **M. Fatwa DSN-MUI Terkait Transaksi Lindung Nilai**

Selain Peraturan Bank Indonesia, Fatwa DSN-MUI yang digunakan sebagai acuan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

##### **1. Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor : 28 /DSN-MUI/III/2002 Tentang Jual Beli Mata Uang (*Al-Sharf*)**

Terkait transaksi lindung nilai, dimana dibutuhkan adanya kegiatan jual beli mata uang, maka apabila ditinjau dari dari sudut pandang Syariah, transaksi jual beli mata uang pada prinsipnya boleh dilakukan dengan ketentuan sebagai berikut (Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor : 28/DSN-MUI/III/2002, 2002) :

- a. Tidak untuk spekulasi (untung-untungan)
- b. Ada kebutuhan transaksi atau untuk berjaga-jaga (simpanan)
- c. Apabila transaksi dilakukan terhadap mata uang sejenis maka nilainya harus sama dan secara tunai (*at-taqabudh*)

- d. Apabila berlainan jenis maka harus dilakukan dengan nilai tukar (kurs) yang berlaku pada saat transaksi dilakukan dan secara tunai.

Adapun jenis-jenis transaksi valuta asing yang dimaksud dalam Fatwa ini adalah sebagai berikut :

- a. Transaksi *Spot*, yaitu transaksi pembelian dan penjualan valuta asing (valas) untuk penyerahan pada saat itu (*over the counter*) atau penyelesaiannya paling lambat dalam jangka waktu dua hari. Hukumnya adalah boleh, karena dianggap tunai, sedangkan waktu dua hari dianggap sebagai proses penyelesaian yang tidak bisa dihindari (مما لا بدّ منه) dan merupakan transaksi internasional.
- b. Transaksi *Forward*, yaitu transaksi pembelian dan penjualan valas yang nilainya ditetapkan pada saat sekarang dan diberlakukan untuk waktu yang akan datang, antara 2 x 24 jam sampai dengan satu tahun. Hukumnya adalah haram, karena harga yang digunakan adalah harga yang diperjanjikan (*muwa'adah*) dan penyerahannya dilakukan di kemudian hari, padahal harga pada waktu penyerahan tersebut belum tentu sama dengan nilai yang disepakati, kecuali dilakukan dalam bentuk *forward agreement* untuk kebutuhan yang tidak dapat dihindari (*lil hajah*).
- c. Transaksi *Swap*, yaitu suatu kontrak pembelian atau penjualan valas dengan harga *spot* yang dikombinasikan dengan pembelian antara penjualan valas yang sama dengan harga *forward*. Hukumnya haram, karena mengandung Unsur *Maisir* (Spekulasi).

## **2. Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor : 96/DSN-MUI/IV/2015 Tentang Transaksi Lindung Nilai Syariah (*Al-Tahawwuth Al-Islami/ Islamic Hedging*) Atas Nilai Tukar**

Transaksi Lindung Nilai Syariah (*al-Tahawwuth al-Islami/Islamic Hedging*) atas nilai tukar memiliki ketentuan hukum yang membolehkan pelaksanaannya dengan didasarkan pada kebutuhan nyata (*al-hajah al-masah*) dengan syarat mengikuti ketentuan-ketentuan yang diatur dalam Fatwa.

Adapun ketentuan akad yang diatur dalam fatwa ini adalah :

- a. Transaksi Lindung Nilai Syariah atas Nilai Tukar dapat menggunakan salah satu dari akad sebagai berikut:
  - 1) *'Aqd al-Tahawwuth al-Basith.*
  - 2) *'Aqd al-Tahawwuth al-Murakkab.*
  - 3) *'Aqd al-Tahawwuth fi Suq al-Sil'ah.*
- b. Lindung nilai yang dilakukan dengan menggunakan akad sebagaimana disebutkan diatas harus mengikuti ketentuan yang diatur dalam fatwa.

Transaksi Lindung Nilai Syariah atas Nilai Tukar, sebagaimana yang dinyatakan dalam Fatwa ini, berlaku batasan dan ketentuan sebagai berikut :

- 1) Transaksi Lindung Nilai Syariah atas Nilai Tukar tidak boleh dilakukan untuk tujuan yang bersifat spekulatif (untung-untungan)
- 2) Transaksi Lindung Nilai Syariah atas Nilai Tukar hanya boleh dilakukan apabila terdapat kebutuhan yang nyata untuk mengurangi risiko nilai tukar pada masa yang akan datang terhadap mata uang asing yang tidak dapat dihindarkan.
- 3) Hak pelaksanaan *muwa'adah* dalam mekanisme lindung nilai tidak boleh diperjualbelikan.
- 4) Transaksi Lindung Nilai Syariah atas Nilai Tukar hanya dapat dilakukan untuk mengurangi risiko atas:
  - a) Paparan (*exposure*) risiko yang dihadapi Lembaga Keuangan Syariah karena posisi aset dan liabilitas dalam mata uang asing yang tidak seimbang.
  - b) Kewajiban atau tagihan dalam mata uang asing yang timbul dari kegiatan yang sesuai prinsip syariah dan peraturan perundang-undangan yang berlaku.
- 5) Nilai tukar atau perhitungan nilai tukar harus disepakati pada saat saling berjanji (*muwa'adah*).
- 6) Penyelesaian transaksi lindung nilai, berupa serah terima mata uang pada saat jatuh tempo dilakukan secara penuh (*full commitment*). Penyelesaian

transaksi dengan cara *muqashshah (netting)* hanya diperbolehkan dalam hal terjadi perpanjangan transaksi (*roll-over*), percepatan transaksi (*roll-back*), atau pembatalan transaksi yang disebabkan oleh perubahan obyek lindung nilai.

#### **N. Manfaat dan Risiko Hedging Syariah**

Hedging sangat bermanfaat bagi perusahaan atau negara yang memiliki usaha dan sering bertransaksi yang berkaitan dengan suku bunga atau nilai tukar. Jika perusahaan mempunyai hutang dalam valuta asing dan suku bunga mengambang, mereka pasti akan terpengaruh oleh suku bunga yang cenderung naik dan nilai tukar yang fluktuatif. Kebutuhan hedging juga dirasakan semakin besar khususnya oleh perusahaan-perusahaan umum yang kerap melakukan ekspor dan impor. Hedging juga dapat mengurangi kemungkinan bangkrut, memungkinkan perusahaan untuk mendapatkan kredit dari kreditor dengan lebih mudah, menjalin kerjasama yang lebih baik dengan pemasok, dan memungkinkan perusahaan untuk mendapatkan pinjaman dengan suku bunga yang lebih rendah karena risiko yang dirasakan oleh pemberi pinjaman lebih rendah.

Keunggulan transaksi *forward* memberikan kepastian harga kurs di masa yang akan datang, memberikan jaminan perlindungan terhadap nilai piutang ataupun hutang dagang yang terjadi, dan pada transaksi ekspor akan diperoleh peningkatan pendapatan yang diperoleh dari premium atas kontrak berjangka selama masa kontrak. Sedangkan kelemahannya adalah transaksi forward akan mengakibatkan kerugian yang tidak sedikit pula apabila dipilih sebagai alternatif untuk melindungi resiko kerugian karena dengan prediksi yang salah dapat mengakibatkan jumlah piutang dagang atas transaksi ekspor yang harus diterima semakin sedikit dari semestinya dan pada transaksi impor, seorang importir akan dikenai biaya yang cukup tinggi atas jangka waktu yang semakin lama.

Penggunaan instrumen derivatif dalam lindung nilai tentunya dapat mengurangi risiko perusahaan dan memberikan keuntungan, termasuk tingkat

keuntungan yang lebih stabil (Allayannis & Weston, 2001). Beberapa penelitian terdahulu mengenai teori lindung nilai mengungkapkan bahwa perusahaan yang menggunakan instrumen derivatif mengalami peningkatan nilai dalam hal profitabilitas, terbukti bermanfaat dalam menghadapi friksi di pasar keuangan riil, seperti kesulitan keuangan, masalah *underinvestment*, pembiayaan eksternal yang mahal, dan tarif pajak yang tinggi. Oleh karena itu, penerapan lindung nilai dengan instrumen derivatif oleh suatu perusahaan akan menghasilkan sinyal positif berupa laba yang lebih stabil. Sinyal positif tersebut akan diterima oleh investor dan tercermin dalam harga saham (Huang et al., 2009). Dengan demikian, perusahaan yang melakukan lindung nilai dengan instrument derivative cenderung memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang tidak melakukan lindung nilai.

Terdapat pengaruh yang signifikan dari penerapan lindung nilai suku bunga terhadap nilai perusahaan dalam penelitiannya terhadap perusahaan non-keuangan yang terdaftar di London Stock Exchange pada tahun 1995 (Belghitar et al., 2013). Temuan ini didukung oleh Bashir et al. (2013) yang menemukan adanya pengaruh positif penerapan lindung nilai suku bunga terhadap nilai perusahaan non-keuangan di Pakistan. Penelitian yang dilakukan oleh Carter et al., (2006) menemukan bahwa penerapan lindung nilai harga komoditas dengan instrumen derivatif tertentu berpengaruh positif terhadap maskapai penerbangan yang menggunakan bahan bakar bensin sebagai bahan bakar utama di Amerika. Mozumder et al., (2016) menemukan bahwa terjadi penurunan nilai perusahaan pada perusahaan-perusahaan di Eropa pada saat terjadi depresiasi mata uang Euro. Risiko ini dapat diminimalisir dengan melakukan lindung nilai terhadap mata uang asing. Perusahaan yang melakukan lindung nilai dapat merencanakan kebutuhan mata uang asing untuk memenuhi kewajibannya, sehingga dapat meminimalisir kerugian yang terjadi pada saat terjadi depresiasi nilai tukar. Perusahaan yang dapat mengelola risiko kerugian diharapkan memiliki laba yang lebih stabil, sehingga mendorong investor untuk memberikan nilai positif terhadap perusahaan.

Bartram (2005) dalam sebuah penelitian dengan fokus pada komoditas menunjukkan bahwa persentase perusahaan yang memiliki eksposur signifikan terhadap risiko harga komoditas berada pada kisaran 4,5%-15,9%. Fluktuasi harga komoditas global, seperti kenaikan harga minyak dunia pada periode 2005-2008 dan penurunan harga minyak dunia sejak tahun 2010 yang diikuti oleh penurunan harga komoditas lainnya, juga merupakan risiko bagi perusahaan. Risiko seperti ini dapat diminimalisir dengan menerapkan lindung nilai untuk risiko harga komoditas. Penggunaan instrumen derivatif dapat memberikan harga yang pasti selama periode tertentu kepada perusahaan konsumen dan produsen komoditas global, sehingga keuntungan perusahaan tidak terlalu terpengaruh oleh perubahan harga pasar yang cenderung berfluktuasi. Perusahaan yang dapat mengelola risiko kerugian diharapkan memiliki laba yang lebih stabil, sehingga mendorong investor untuk memberikan nilai positif terhadap perusahaan.

Hedging memiliki banyak manfaat namun tidak luput dari segala keterbatasan yang dimilikinya. Dari segi biaya, strategi hedging bisa jadi mahal untuk diterapkan, karena seringkali melibatkan penggunaan derivative atau instrumen keuangan kompleks lainnya. Biaya ini dapat mengikis imbal hasil portofolio investor dari waktu ke waktu. Selain itu, strategi hedging mungkin tidak selalu berjalan sesuai harapan karena strategi ini didasarkan pada asumsi tentang pergerakan pasar di masa depan. Jika kondisi pasar tidak sesuai dengan asumsi tersebut, strategi lindung nilai mungkin kurang efektif dalam mengurangi risiko. Selain kedua hal tersebut diatas, hedging juga dapat mengakibatkan hilangnya kesempatan untuk mendapatkan keuntungan, karena membatasi potensi keuntungan investor.

Beberapa keterbatasan yang dimiliki hedging menurut Madura & Fox (2023) adalah pertama, jumlah unit mata uang asing yang akan dikonversi ke mata uang negara asal pada akhir jangka waktu investasi tidak diketahui karena harga pastinya tidak diketahui. Namun demikian, meskipun lindung nilai mungkin tidak sempurna karena alasan ini, investor biasanya dapat melakukan lindung nilai atas sebagian besar

risiko nilai tukar. Keterbatasan kedua dari lindung nilai risiko nilai tukar adalah bahwa investor dapat memutuskan untuk mempertahankan saham asing di luar jangka waktu investasi yang direncanakan. Tentu saja, mereka dapat membalikkan (atau menutup) posisi yang ada dan membuat penjualan *forward* lain untuk periode yang diperpanjang, tetapi ini akan menggunakan kurs yang berbeda. Keterbatasan ketiga dari lindung nilai adalah bahwa kurs *forward* untuk mata uang yang kurang diperdagangkan secara luas mungkin tidak ada atau mungkin menunjukkan diskon yang besar. Dalam hal ini, perlindungan dapat diperoleh dengan melakukan *cross-hedging* secara menyeluruh, yaitu melakukan lindung nilai dalam mata uang yang pergerakannya berkorelasi dengan mata uang yang kurang banyak diperdagangkan.

Strategi lindung nilai dapat menjadi alat yang efektif bagi investor untuk mengelola risiko dalam portofolio mereka. Namun, strategi ini memiliki manfaat dan keterbatasan, dan investor perlu mempertimbangkan dengan cermat tujuan investasi dan toleransi risiko sebelum menerapkan strategi lindung nilai. Untuk itu, sebelum menerapkan lindung nilai, perlu dipertimbangkan beberapa hal berikut ini :

1. Lindung nilai bukanlah tanpa biaya. Meskipun banyak instrumen keuangan derivatif tidak memerlukan investasi dana yang signifikan namun untuk melakukan program lindung nilai dibutuhkan biaya. Selain itu, investasi awal yang relatif kecil dalam instrumen derivatif dapat bertambah dengan cepat menjadi jumlah yang besar dan mungkin tidak dapat dikembalikan.
2. Lindung nilai memerlukan substitusi risiko. Lindung nilai untuk mengurangi satu jenis risiko membuat perusahaan terekspos pada risiko lain. Sebagai contoh, lindung nilai atas risiko suku bunga dari suatu aset mengharuskan perusahaan untuk menandatangani kontrak swap untuk membayar menggunakan *fixed rate* dan menerima menggunakan *floating rate*. Hasilnya adalah lindung nilai atas nilai wajar tetapi mengambil risiko arus kas. Demikian pula, perusahaan yang memiliki aset yang menghasilkan pendapatan bunga yang diindeks dengan suku bunga treasury menghadapi risiko arus kas.

Untuk melindungi nilai eksposur terhadap risiko ini, perusahaan melakukan perjanjian swap suku bunga untuk membayar bunga mengambang dan menerima bunga tetap. Perusahaan ini melakukan lindung nilai atas risiko kas namun juga mengambil risiko lain, yaitu risiko nilai wajar dan risiko kredit pihak lawan

3. Mengevaluasi biaya dan manfaat. Menjalankan program lindung nilai harus dijustifikasi berdasarkan analisis biaya/manfaat. Manajemen harus menganalisis biaya dan risiko lindung nilai dibandingkan dengan biaya dan risiko tidak melakukan lindung nilai.
4. Lindung nilai bukanlah asuransi. Seperti yang telah disebutkan sebelumnya, asuransi adalah kontrak antara tertanggung (seseorang atau entitas) dan penanggung, biasanya lembaga keuangan. Sebagai imbalan atas biaya, tertanggung menerima janji dari penanggung untuk menanggung kerugian tertentu dalam kondisi yang telah ditentukan sebelumnya. Kontrak asuransi memiliki karakteristik yang tidak konsisten dengan lindung nilai :
  - a. Asuransi adalah proses pembagian risiko yang membutuhkan pengumpulan sejumlah besar individu atau kasus yang diasuransikan, sedangkan lindung nilai adalah transfer risiko antara dua pihak yang berkontrak.
  - b. Asuransi memberikan kompensasi atas kerugian saja (indemnifikasi), sedangkan dalam lindung nilai, tidak ada jaminan bahwa kerugian pasti akan ditanggung, tetapi lindung nilai memiliki peluang untuk mendapatkan keuntungan.
  - c. Lebih jauh lagi, asuransi beroperasi dengan prinsip pengungkapan penuh (*utmost good faith*), tetapi lindung nilai melibatkan strategi yang beroperasi dalam kondisi asimetris informasi (*asymmetric informational advantage*) dan bukan berbagi informasi.

- d. Konsep subrogasi tidak berlaku dalam lindung nilai, tidak ada pihak dalam hubungan lindung nilai yang dapat meminta ganti rugi.

## **O. Dampak Hedging Terhadap Pertumbuhan Ekonomi**

Dampak hedging terhadap pertumbuhan ekonomi sangat kompleks dan bergantung pada beberapa faktor. Dampak positifnya adalah :

1. Mengurangi ketidakpastian. Hedging dapat mengurangi ketidakpastian untuk bisnis yang terlibat dalam perdagangan internasional atau bergantung pada komoditas yang mudah berubah. Hal ini dapat mendorong investasi dan pertumbuhan dengan memberikan kepercayaan diri yang lebih besar kepada perusahaan-perusahaan akan hasil yang akan diperoleh di masa depan.
2. Peningkatan stabilitas keuangan. Dengan memitigasi risiko yang terkait dengan fluktuasi nilai tukar atau perubahan harga, hedging dapat meningkatkan stabilitas keuangan bisnis, membuat mereka lebih tahan terhadap guncangan ekonomi. Hal ini dapat berkontribusi pada stabilitas dan pertumbuhan ekonomi secara keseluruhan.
3. Biaya transaksi yang lebih rendah. Lindung nilai terkadang dapat membantu bisnis mendapatkan biaya transaksi yang lebih rendah, terutama di pasar yang bergejolak. Hal ini dapat membebaskan sumber daya untuk investasi lain yang berkontribusi pada pertumbuhan.
4. Alokasi modal yang efisien. Dengan mengurangi risiko yang terkait dengan ketidakpastian, hedging dapat mendorong bisnis untuk berinvestasi dalam kegiatan yang lebih produktif yang pada akhirnya berkontribusi pada pertumbuhan ekonomi.

Adapun dampak negatif hedging bagi pertumbuhan ekonomi adalah:

1. Mengurangi fleksibilitas. Kontrak hedging terkadang dapat mengunci bisnis pada harga atau nilai tukar yang tetap, yang dapat membatasi kemampuan

mereka untuk memanfaatkan pergerakan pasar yang menguntungkan. Hal ini dapat menghambat peluang pertumbuhan.

2. Biaya tambahan. Hedging itu sendiri menimbulkan biaya, yang dapat mengurangi profitabilitas dan berpotensi menghambat pertumbuhan. Hal ini terutama terjadi jika hedging yang dipilih ternyata tidak diperlukan atau tidak menguntungkan.
3. Bahaya moral. Ketergantungan yang berlebihan pada hedging dapat menyebabkan perilaku pengambilan risiko, karena perusahaan percaya bahwa mereka telah diasuransikan terhadap hasil negatif. Hal ini dapat meningkatkan ketidakstabilan keuangan dan berpotensi menyebabkan krisis ekonomi.
4. Distorsi pasar. Lindung nilai yang terlalu ekstensif dapat mendistorsi pasar dengan mengurangi volatilitas harga dan berpotensi menghambat alokasi sumber daya yang efisien.

Secara keseluruhan, dampak hedging terhadap pertumbuhan ekonomi tidak langsung dan tergantung pada berbagai faktor. Untuk bisnis individu, keputusan untuk melakukan hedging harus dibuat dengan hati-hati, dengan mempertimbangkan risiko spesifik dan potensi biaya yang terlibat. Pada tingkat makro, pembuat kebijakan perlu mempertimbangkan potensi keuntungan dan kerugian dari peraturan lindung nilai dan struktur pasar untuk memastikan lingkungan ekonomi yang sehat dan stabil.

Secara makro, pelaksanaan hedging yang dilakukan oleh BUMN dapat menekan terjadinya volatilitas nilai tukar rupiah (K. Keuangan, 2014). Praktik yang terjadi selama ini, kebutuhan dollar BUMN terpenuhi melalui transaksi valas di pasar spot. Untuk kegiatan pembayaran impor, pelunasan utang dan kegiatan investasi, BUMN masih membelinya melalui pasar spot dalam jumlah besar. Tingginya porsi transaksi spot membuka kemungkinan munculnya lonjakan kebutuhan valas, yang dapat membuat nilai tukar rupiah menjadi fluktuatif. Melalui hedging, diharapkan transaksi valas yang terjadi di pasar spot dapat berkurang sehingga meminimalkan

permintaan dollar secara tiba-tiba dan meredam fluktuasi nilai tukar rupiah. Sementara itu, dari sisi eksternal, hedging yang dilakukan BUMN dapat menghindari kerugian yang ditimbulkan akibat selisih kurs yang terjadi karena depresiasi nilai tukar rupiah. Hal ini memberikan keuntungan yang sangat besar bagi BUMN itu sendiri, mengingat kondisi perekonomian eksternal masih terus dibayangi oleh ketidakstabilan ekonomi global dan menekan fluktuasi nilai tukar rupiah.

Berdasarkan Pasal 28 ayat (4) UU Nomor 23 Tahun 2013 tentang Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara Tahun Anggaran 2014, dijelaskan, bahwa kewajiban yang timbul atas transaksi lindung nilai dalam rangka pengendalian risiko pembayaran bunga utang dan pengeluaran cicilan pokok utang bukan merupakan kerugian keuangan negara. Hal ini lebih lanjut diatur dalam Pasal 2 ayat (5) Peraturan Menteri BUMN Nomor PER 09/MBU/2013, yang menjelaskan bahwa hedging tidak dimaksudkan untuk spekulasi, artinya dalam pelaksanaan hedging harus memperhitungkan resiko-resiko yang terjadi (nilai tukar, suku bunga dan likuiditas). Dengan demikian potensial *lost* dan potensial *gain* karena selisih kurs dapat diantisipasi.

Di sisi perbankan, BI juga telah mendukung BUMN untuk memitigasi risiko melalui hedging melalui Peraturan Bank Indonesia Nomor 15/8/PBI/2013 tentang Transaksi Lindung Nilai Kepada Bank. BI menyatakan bahwa bank dapat menyediakan kebutuhan lindung nilai nasabah BUMN, misalnya untuk pembayaran impor dan utang luar negeri sebagai *underlying* transaksi. Pelaksanaan hedging bagi BUMN juga telah disepakati oleh Badan Pemeriksa Keuangan (BPK) dengan Kementerian Keuangan, Bank Indonesia, Kementerian BUMN, BPKP, Kabareskrim, dan Kejaksaan Agung dengan mengeluarkan Standard Operating Procedure (SOP) terkait transaksi hedging (lindung nilai). SOP ini terdiri dari pokok-pokok pengaturan hedging berisikan kejelasan pengaturan atas struktur organisasi, tugas dan kewenangan perangkat lindung nilai. Lebih lanjut SOP tersebut juga mengatur kewenangan dan tanggung jawab, organ serta fungsi organisasi yang akan menangani kegiatan hedging. Dengan demikian diharapkan pelaksanaan kegiatan hedging dapat

dilakukan secara efektif dan meminimalkan potensi moral hazard. Selain itu, dalam SOP tersebut juga disepakati bahwa tinggi rendahnya nilai kurs dianggap bukan sebagai kerugian dan profit tapi sebagai biaya dan pendapatan. Dengan berbagai regulasi pendukung pelaksanaan hedging, maka keraguan BUMN untuk melakukan praktik hedging karena kekhawatiran perbedaan interpretasi terhadap kerugian negara tidak perlu terjadi. Dan dengan hedging kinerja BUMN diharapkan akan semakin membaik.

#### **P. Dukungan Internasional Terkait Lindung Nilai**

Derivatif keuangan dapat digunakan untuk berbagai tujuan, namun pada kenyataannya derivatif keuangan sebagian besar digunakan hanya untuk salah satu dari tiga fungsi dasar: lindung nilai, arbitrase, dan spekulasi. Namun, tujuan lindung nilai yang *sebenarnya* adalah pengurangan risiko yang diasumsikan melalui perdagangan dan investasi. Oleh karena itu, tujuan lindung nilai adalah untuk melindungi nilai dari posisi pasar uang atau posisi di luar neraca saat ini atau yang diantisipasi dari perubahan tingkat suku bunga yang merugikan. Dari sudut pandang Islam, tidak diragukan lagi bahwa Islam menyerukan perlindungan kekayaan dan dengan demikian, setiap eksposur kekayaan terhadap risiko yang tidak perlu adalah sesuatu yang tidak diinginkan. Dengan mengingat hal ini, perlu disebutkan di sini maksim hukum yang mungkin terkait dengan lindung nilai; (a) "Kerugian harus dihilangkan" (*Ad-dararu yuzal*); & (b) "Kesulitan menimbulkan kemudahan" (*Al-mashaqqatu tujlab at-taysir*). Para penulis berpendapat bahwa ada kebutuhan untuk lindung nilai yang benar dalam keuangan Islam dan bahwa tanpa alternatif, pengembangan keuangan Islam mungkin dipertaruhkan. Namun, analisis yang cermat dan peraturan yang jelas tentang derivatif Islam sangat diperlukan untuk menghindari krisis keuangan di masa depan seperti yang terjadi saat ini yang disebabkan oleh derivatif konvensional (Dusuki & Smolo, 2009)

Selain diatur dalam Fatwa DSN dan Peraturan Bank Indonesia, penerapan hedging syariah memperoleh dukungan internasional melalui upaya untuk mengembangkan standar hukum dan praktik pasar yang seragam untuk produk syariah

yang sesuai. Konsolidasi peraturan dan pengawasan dilakukan oleh organisasi-organisasi terkemuka dalam keuangan syariah, seperti Organisasi Akuntansi dan Audit Keuangan Syariah Institusi Keuangan Islam (*Accounting and Auditing Organization of Islamic Finance Institutions/AAOIFI*), Dewan Jasa Keuangan Islam (*Islamic Financial Services Board/IFSB*), Dewan Umum Perbankan dan Lembaga Keuangan Islam (*General Council for Islamic Banking and Finance Institutions/ GCIBFI*), Lembaga Pemeringkat Internasional Islam (*Islamic International Rating Agency/IIRA*), dan yang paling penting Akademi Fiqh di Jeddah. Namun, upaya-upaya ini belum membahas berbagai teknik manajemen risiko yang melibatkan derivatif.

Pada bulan Oktober 2006, Asosiasi Swap dan Derivatif Internasional (ISDA) dan *International Islamic Financial Market (IIFM)*, bekerja sama dengan *International Capital Markets Association (ICMA)*, telah menandatangani nota kesepahaman untuk mengembangkan protokol perjanjian induk untuk derivatif Islam, yang akhirnya mengarah pada penerbitan multi-produk ISDA/IIFM Tahawwut (*Hedging*) Master Agreement (TMA) pada transaksi swap (dengan dokumentasi standar) pada bulan Maret 2010. Namun, sebagai dokumen kerangka kerja industri keuangan, TMA tidak menetapkan aturan pasar yang mengikat secara universal. Meskipun pengadopsiannya tetap tunduk pada proses hukum dan tata kelola yang ditentukan oleh praktik nasional sebagai masalah hukum privat, karakter inovatifnya sebagai perjanjian pan-mazhab yang menjangkau kelima mazhab utama merupakan yang pertama untuk turunan yang sesuai dengan syariah. Inisiatif ini didahului oleh keberhasilan pengenalan swap mata uang dan tingkat keuntungan oleh Bank Islam dan Bank Muamalat di Malaysia, yang telah melaksanakan perjanjian induk derivatif proforma untuk dokumentasi derivatif syariah pada awal tahun 2006.

Peluncuran Tahawwut Hedging Master Agreement (TMA) pada bulan Maret 2010 oleh *International Islamic Financial Market (IIFM)* bekerja sama dengan *International Swaps and Derivatives Association (ISDA)* telah disambut baik sebagai sebuah langkah penting menuju standarisasi pengaturan lindung nilai bilateral dalam

keuangan syariah.<sup>2</sup> TMA dirancang untuk digunakan di antara dua *counterparty* utama yang menyatakan bahwa mereka hanya melakukan transaksi yang sesuai dengan syariah. TMA mencakup kelima mazhab utama dalam fikih syariah, menjadikannya sebagai pan-mazhab, yang pertama dalam pasar derivatif syariah.

TMA adalah dokumen kerangka kerja yang benar-benar baru, tetapi struktur dokumen ini mirip dengan Perjanjian Induk ISDA 2002 (Master Agreement/MA) konvensional, sebuah perjanjian kerangka kerja lindung nilai yang mengatur hubungan kontraktual antara para pihak, dengan transaksi yang didokumentasikan melalui konfirmasi. Secara khusus, dokumen ini menggabungkan tiga pilar dari teknologi ISDA - konsep aset yang cacat, konsep perjanjian tunggal, dan mekanisme penutupan dan netting. Namun, mekanisme dan ketentuan utama seperti peristiwa penghentian dini, penutupan dan netting dikembangkan berdasarkan prinsip-prinsip syariah. Dengan demikian, TMA berbeda dalam enam bidang utama dari MA konvensional yaitu arsitektur perjanjian, mekanisme *close-out*, yang mencakup nilai bersih saat ini dari penerimaan/pembayaran di masa depan, peristiwa gagal bayar, forum penyelesaian sengketa, representasi tambahan mengenai kepatuhan syariah, dan perlakuan pembayaran kontraktual (yang tidak termasuk bunga yang harus dibayarkan dalam TMA). Versi saat ini dari perjanjian tersebut adalah multi-produk, yang mencakup perjanjian swap berbasis murabahah, wa'ad, salam, dan arbun, dengan maksud yang jelas untuk memperluas cakupannya dan mengubah strukturnya (bila perlu) untuk memasukkan jenis-jenis transaksi dan kontrak lain di bawah hukum shari'ah.

Penyimpangan yang paling menonjol dari TAM dari MA ISDA konvensional adalah perlakuan terhadap terminasi dini. Karena konsep nilai sekarang bersih tidak dikenal dalam hukum syariah, TAM mengizinkan para pihak untuk melakukan transaksi yang dapat didokumentasikan dengan segera maupun transaksi yang akan terjadi di masa depan sehingga para pihak dapat menciptakan arus kas yang serupa dengan arus kas yang diciptakan dalam produk derivatif konvensional. TAM membedakan antara "transaksi yang telah diselesaikan" (dari awal hingga akhir

periode pembayaran pertama, misalnya, tahun pertama kontrak) dan "transaksi yang belum diselesaikan" atau "transaksi yang ditetapkan di masa depan" (mencakup sisa jangka waktu jatuh tempo), yang dikonversikan ke dalam "transaksi yang telah diselesaikan" dari tahun ke tahun. Dalam skenario gagal bayar (atau "peristiwa kredit" dalam konteks konvensional), pengakhiran awal TMA memerlukan mekanisme penutupan yang mempertimbangkan konfirmasi terpisah untuk transaksi saat ini dan pengaturan yang berkaitan dengan masa depan, yang menghasilkan penilaian *mark-to-market* (MTM) paralel (bukan berturut-turut) dari kontrak yang telah diselesaikan dan kontrak masa depan yang ditunjuk.

TMA memodifikasi praktik pasar yang ada untuk transaksi yang telah diselesaikan dan memperkenalkan konsep-konsep baru yang berkaitan dengan penetapan kepatuhan syariah untuk menutup transaksi masa depan yang telah ditentukan. Sementara penutupan transaksi yang telah diselesaikan mengikuti ketentuan untuk pengakhiran dini menurut ISDA MA 2002, untuk penutupan transaksi masa depan yang telah ditetapkan, kontrak musawama digunakan untuk mengkristalisasi jumlah penutupan yang harus dibayarkan.

Mekanisme penutupan paralel menghasilkan jumlah bersih dari mengimbangi kontrak yang telah disepakati dan kontrak masa depan yang telah ditetapkan seperti halnya MA konvensional. Masing-masing pihak mengeluarkan janji untuk menandatangani kontrak di masa depan untuk penjualan aset dengan harga yang telah disepakati sebelumnya setelah penetapan tanggal pengakhiran lebih awal. Para pihak memicu pembayaran penyeimbangan dengan menjual barang atau aset kepada pihak lawan dengan harga yang telah disepakati sebelumnya (yang dapat dihitung dengan menggunakan formula tertentu untuk menetapkan harga yang harus dibayar pada saat aset yang sesuai dengan syariah akan dibeli dan dijual). Secara lebih spesifik, pihak yang menerima pembayaran dapat menggunakan wa'ad (janji) yang diberikan untuk kepentingannya dan menjual aset yang telah disepakati sebelumnya dengan imbalan harga aset tersebut dan selisih nilai aset ditambah nilai *mark-to-market*

dari transaksi masa depan yang telah ditetapkan, yang dinyatakan sebagai tingkat indeks.

Proses penutupan juga menetapkan ketentuan khusus untuk transaksi yang telah diselesaikan dan transaksi yang ditetapkan di masa depan, yang bertujuan untuk mencapai penilaian *mark-to-market*. Pada saat penutupan transaksi yang telah diselesaikan, jumlah penuh (dan bukan nilai bersih saat ini) dibayarkan dan piutang akan dipercepat dan dibayarkan (tanpa adanya pendiskontoan). Untuk transaksi (-transaksi) yang ditentukan di masa depan, pihak yang tidak gagal bebas untuk memilih aset yang sesuai dengan syariah yang menjadi subjek kontrak musawamah pada saat penutupan. Jika salah satu pihak mengalami kebangkrutan pada saat penutupan, atau, dengan melanggar wa'ad yang telah dikeluarkannya, salah satu pihak gagal untuk membeli aset pada biaya bersih penutupan berbasis musawamah, maka kerugian yang dilikuidasi atas harga musawamah akan ditetapkan dan harus dibayarkan.

Ketentuan *cross-default* dan penetapan hukum sekuler yang mengatur merupakan elemen penting dari perjanjian induk yang baru. Para ahli Islam telah menerima konsep ketentuan *cross-default*, yang menyatakan bahwa setiap gagal bayar pada swap lain akan dianggap sebagai gagal bayar pada masalah tersebut. Selain itu, pilihan hukum sekuler sebagai forum penyelesaian sengketa (melalui pengadilan atau arbitrase) mengakui adanya kekhawatiran mengenai perlindungan investor sehubungan dengan risiko klasifikasi ulang oleh pengadilan syariah (Jobst, 2007a).

Perjanjian ini mengikuti hukum New York atau Inggris dalam hal bentuk, yang mempertahankan kepentingan komersial hukum konvensional tentang kepailitan dan hukum properti terlepas dari kepatuhan syariah sebagai masalah substansi. Sebaliknya, pelanggaran prinsip-prinsip syariah tidak akan menghalangi keberlakuan hukum atas klaim di bawah TMA. Akan tetapi, penafian di seluruh TMA menegaskan bahwa tidak ada jaminan kepatuhan syariah untuk setiap amandemen atau penambahan pada perjanjian atau dokumen transaksi yang mendasari, yang juga menyiratkan bahwa ketidakpatuhan tidak dapat menimbulkan gugatan hukum.

Terlepas dari karakter TMA yang inovatif, penerapannya sebagai standar industri sukarela bergantung pada izinnya berdasarkan hukum privat di berbagai yurisdiksi. Faktanya, bukti-bukti di masa lalu menunjukkan bahwa seringkali penerapan standar yang seragam dipersulit oleh praktik nasional yang lebih diutamakan daripada rekomendasi dari organisasi internasional yang kurang mapan. Pihak-pihak yang ingin bertransaksi di bawah TMA masih perlu mengembangkan konfirmasi untuk mendokumentasikan transaksi. Selain itu, untuk mengikat para pihak untuk masuk ke dalam, dan untuk memberikan nilai pada, transaksi masa depan yang telah ditetapkan, dokumen terpisah (masing-masing perjanjian persyaratan transaksi masa depan yang telah ditetapkan) akan diperlukan.

Ada juga area lain yang menjadi perhatian. Meskipun TMA dengan jelas menyatakan bahwa tidak ada bunga yang harus dibayarkan atau piutang, dan tidak ada penyelesaian berdasarkan penilaian atau tanpa aset berwujud yang diizinkan, tidak jelas bagaimana nilai waktu dari uang dinilai dalam kasus-kasus ketika pembayaran dapat ditangguhkan. Selain itu, pemilihan hukum sekuler yang mengatur menghilangkan prinsip-prinsip syariah dari penegakan hukum di bawah ketentuan TMA, karena para pihak diharuskan untuk memastikan kepatuhan syariah di luar kontrak, yang membuat kepatuhan syariah menjadi tidak penting untuk penyelesaian sengketa potensial (jika tidak ada persetujuan dewan syariah untuk transaksi).

Akhirnya, masih ada beberapa ambiguitas yang timbul dari beberapa kontinjensi hukum yaitu *netting* transaksi yang ditunjuk di masa depan tidak tercakup (kecuali dalam catatan kaki yang mempertimbangkan bahwa para pihak dapat mengatur *netting* serupa dalam perjanjian tersebut), penggantian istilah "pengalihan" dalam MA konvensional dengan "penunjukan ulang" hak dan kewajiban dalam TMA menimbulkan ketidakpastian tentang kemampuan pihak yang terkena dampak untuk mengubah hak-hak substantif sehubungan dengan pergantian pejabat obligor; dan penghapusan kelayakan kredit dalam menentukan penawaran harga dapat mendistorsi keekonomisan suatu transaksi di mana terdapat pengakhiran lebih awal atau sebaliknya

### **Q. Hedging Skema Forward Contract**

Menurut Fabozzi dkk. (2002) Kontrak forward merupakan perjanjian antara dua pihak untuk penyerahan underlying di masa yang akan datang dengan harga dan waktu yang telah ditentukan. Isi dari kontrak ini tidak bersifat baku karena tergantung pada kesepakatan pada kedua belah pihak yang melakukan transaksi. Di samping itu, transaksi forward ini biasanya dilakukan di luar bursa valas. Agustianto (2014) menambahkan, dalam konteks lindung nilai (*hedging*) kontrak forward secara umum digunakan dalam melakukan mitigasi atau pengelolaan terhadap risiko ke depan yang melekat pada *underlying asset*nya seperti halnya fluktuasi nilai dari sebuah mata uang tertentu.

Dalam menentukan kurs forward, konsep yang digunakan adalah dengan membentuk satu kombinasi transaksi yang akan mereplika transaksi forward. Transaksi forward dapat direplika dengan menggunakan kombinasi antara transaksi valuta asing spot dan transaksi pinjam meminjam di pasar uang (Berlianta, 2006). Premi atau diskon atas kurs forward biasanya menunjukkan persentase deviasi tahunan dari kurs spot. Kurs forward dihitung berdasarkan kurs spot ditambah/dikurangi faktor selisih rate dari kedua mata uang yang dipertukarkan. Discount atau premium dalam transaksi forward ini juga disebut forward point. Untuk menghitung tingkat diskon atau premi yang diperoleh oleh seorang nasabah, menggunakan rumus berikut (Hull, 2006):

$$\begin{aligned} & \textit{forward point} \\ & = \frac{\textit{kurs spot} \times \textit{selisih rate} \times \textit{jangka waktu}}{360 \textit{ hari}} \end{aligned}$$

Kurs spot menunjukkan nilai tukar pada saat transaksi dilakukan. Selisih rate merupakan selisih antara rate kedua mata uang yang dipertukarkan (antara rate PUAB valas dan rate beberapa indikator pasar uang yang menjadi acuan premi pada penelitian ini), sedangkan jangka waktu biasanya dalam kelipatan 1,3,6,9 dan 12 bulan.

## R. Perbedaan Hedging Syariah dengan Hedging Konvensional

Beberapa substansi yang membedakan hedging syariah dengan hedging konvensional berdasarkan PBI No. : 18/2/PBI/2016 Tentang Transaksi Lindung Nilai Berdasarkan Prinsip Syariah (*Hedging Syariah*) adalah :

1. Transaksi lindung nilai syariah harus didahului dengan forward agreement atau rangkaian *forward agreement*. *Forward agreement* adalah saling berjanji (*muwa'adah*) untuk melakukan transaksi spot dalam jumlah tertentu di masa yang akan datang dengan nilai tukar atau perhitungan nilai tukar yang disepakati pada saat saling berjanji. Apabila *forward agreement* tidak dipenuhi maka pihak yang tidak memenuhi dapat dikenakan ganti rugi (*ta'widh*).
2. Nilai tukar dan perhitungan nilai tukar harus ditentukan pada saat forward agreement dan tidak boleh bertentangan dengan prinsip syariah.
3. Hal yang harus diperhatikan dalam melakukan transaksi lindung nilai berdasarkan prinsip syariah dapat dilihat dalam tabel berikut ini :

**Tabel 2.1. Hal Yang Harus Diperhatikan Dalam Melakukan Transaksi Lindung Nilai Berdasarkan Prinsip Syariah**

No.	Kriteria	Keterangan
1	Tujuan	Bukan untuk spekulatif, sehingga wajib memiliki underlying transaksi
2	Larangan	Dokumen forward agreement tidak boleh diperjualbelikan
3	Nilai Nominal	Nilai nominal transaksi paling banyak sebesar nilai nominal underlying transaksi
4	Jangka Waktu	Sama dengan jangka waktu underlying transaksi yang tercantum dalam dokumen underlying
5	Penyelesaian Transaksi	Wajib dilakukan dengan pemindahan dana pokok secara penuh
6	Pembatalan	Pembatalan transaksi lindung nilai syariah yang telah diikuti dengan pemindahan dana wajib dilakukan dengan pengembalian dana secara penuh

7	Jenis	Transaksi lindung nilai sederhana (aqd al Tahawwuth al-Basith) atau transaksi lindung nilai kompleks (aqd al Tahawwuth al Murakkab)
8	Underlying Transaksi	a. Perdagangan barang dan jasa di dalam dan di luar negeri b. Investasi berupa direct investment, portofolio investment, pembiayaan, modal dan investasi lain di dalam dan di luar negeri

Sumber : PBI No : 18/2/PBI/2016

Untuk lebih memperjelas perbedaan diantara hedging konvensional dengan hedging syariah dapat dijelaskan bahwa dalam transaksi lindung nilai syariah (*alTahawwuth al-islami/Islamic Hedging*) berlaku ketentuan sebagai berikut (Sahroni et al., 2016):

1. Adanya kebutuhan nyata. Transaksi lindung nilai hanya diperbolehkan jika ada kebutuhan yang nyata (*al-hajah*). Kebutuhan yang dimaksud adalah adanya kebutuhan nyata pada masa yang akan datang terhadap mata uang asing yang tidak dapat dihindarkan (*li alhajjah*) akibat dari suatu transaksi yang sah sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku dengan obyek transaksi yang halal sesuai yang dinyatakan dalam fatwa DSN. Transaksi Lindung Nilai Syariah atas Nilai Tukar hanya boleh diterapkan apabila terdapat kebutuhan nyata pada masa yang akan datang terhadap mata uang asing yang tidak dapat dihindarkan akibat dari suatu transaksi yang sah sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku dengan objek transaksi yang halal. Diantara kebutuhan akan hedging tersebut terlihat jelas dalam beberapa poin berikut ini:
  - a. Ada transaksi yang menimbulkan kewajiban dan membutuhkan instrument hedging, seperti deposito, valas, dan lain sebagainya.
  - b. *Hedging* juga sangat dibutuhkan dalam bisnis, karena jika pun bisnis telah menghasilkan keuntungan yang besar tetapi karena tidak di*hedging*, maka keuntungan bisa hilang karena jatuhnya mata uang.
  - c. Keperluan Ekspor-Import nasabah bank syariah. Pada umumnya pembayaran ekspor atau impor melalui *Letter of Credit* dilakukan setelah

barang diterima atau dikirim dengan jangka waktu yang disepakati (setelah penerimaan dokumen) biasanya sampai 90 hari (3 bulan). Dalam jangka waktu tersebut dimungkinkan nilai tukar valuta asing berfluktuasi berdasarkan kondisi pasar keuangan. Untuk melindungi nasabah dari nilai tukar yang berubah-ubah ini, maka diperlukan penjagaan nilai (*hedging*) sehingga dana yang disediakan untuk membayar impor/dana penerimaan tetap pada nilai yang disepakati dengan pihak luar negeri.

- d. Keperluan bank syariah bagi menjaga nilai (menutup posisi) dana pihak ketiga. Bank syariah maupun Unit Usaha Syariah saat ini umumnya telah menjadi bank devisa yang diantara usahanya adalah membuka rekening giro, tabungan, dan deposito dalam valuta asing. Dalam beberapa kasus bank syariah juga diminta untuk melakukan *hedging* atas dana modal yang diterima dalam bentuk valuta asing.
  - e. Keperluan bank bagi menjaga nilai aset pembiayaan yang diberikan dalam valuta asing. Bank syariah yang melakukan pembiayaan dengan valuta asing sedangkan pendapatan nasabah diperoleh pada nilai rupiah akan memerlukan penjagaan nilai valuta asing yang diberikan. Oleh sebab itu, bank meminta agar pendapatan itu dilakukan *hedging*.
  - f. Keperluan bank bagi menjaga nilai dana penempatan. Penempatan dana pada bank syariah dalam bentuk valuta asing dapat berasal dari bank dalam negeri maupun luar negeri. Penempatan itu dilakukan guna disalurkan kepada nasabah yang memerlukan.
2. Obyek yang boleh dilakukan *hedging*. Obyek transaksi lindung nilai syariah (*al-Tahawwuth al-islami/Islamic Hedging*) atas nilai tukar adalah :
- a. Paparan (*exposure*) risiko karena posisi aset atau liabilitas dalam valuta asing yang tidak seimbang. Hal ini menunjukkan bahwa obyek yang

dihedging tidak perlu kewajiban yang ditimbulkan atas transaksi, tetapi walaupun tanpa transaksi seperti kebutuhan akan likuiditas.

- b. Kewajiban atau tagihan dalam mata uang asing yang timbul dari transaksi yang sesuai prinsip syariah seperti utang piutang yang timbul dari transaksi tidak tunai. Kewajiban tersebut itu boleh dijadikan objek *hedging* karena transaksi murabahah yang menjadi *underlyingnya* itu halal.
  - c. Apabila hedging dilakukan atas kewajiban pinjaman yang tidak sesuai dengan syariah yang dilakukan oleh entitas non keuangan, maka yang boleh dilakukan *hedging* hanya pokok pinjaman. Ketentuan ini menunjukkan bahwa bunga pinjaman tidak boleh menjadi obyek *hedging*. Jadi obyek lindung nilai yang diperbolehkan adalah simpanan dalam mata uang asing, kewajiban atau tagihan dalam transaksi yang menggunakan mata uang asing, kebutuhan dalam mata uang asing untuk penyelenggaraan haji/umrah dan biaya perjalanan ke luar negeri lainnya yang sesuai dengan prinsip syariah, kebutuhan dalam mata uang asing untuk biaya pendidikan di luar negeri, serta kebutuhan dalam mata uang asing lainnya yang sesuai dengan prinsip syariah dan peraturan perundang-undangan yang berlaku.
3. Tidak boleh diselesaikan dengan cara *netting*. Dalam Fatwa DSN dijelaskan bahwa Penyelesaian transaksi hedging yang berupa serah terima mata uang pada saat jatuh tempo tidak boleh dilakukan dengan cara *muqashshah (netting)*. Proses *netting* ini menyebabkan valuta asing yang dipertukarkan tidak bisa diserahterimakan secara tunai sehingga menyebabkan *rib al-yad*. Misalnya, Bank A menghedg angsuran murabahah valas nasabah A secara forward. Penyelesaian transaksi lindung nilai yang berupa serah terima mata uang pada saat jatuh tempo tidak boleh dilakukan dengan cara *muqashshah (netting)*.
  4. Tidak ada tujuan untuk spekulasi. Dalam Fatwa DSN dijelaskan bahwa Transaksi dilakukan bukan untuk spekulasi (untung-untungan), yaitu pihak yang berjanji untuk membeli tidak boleh menjual hak pelaksanaan wa'd-nya

kepada pihak lain karena mata uang yang diperjualbelikan belum menjadi miliknya dan belum diserahterimakan. Ibnu Taimiyah menjelaskan tentang perbedaan antara pengendalian resiko dan spekulasi yaitu resiko terbagi menjadi dua, resiko bisnis, yaitu seseorang yang membeli barang dengan maksud menjualnya kembali dengan tingkat keuntungan tertentu, dan dia bertawakkal kepada Allah atas hal tersebut. Ini merupakan resiko yang harus diambil oleh para pebisnis, bisnis tidak mungkin terjadi tanpa hal tersebut.

5. Transaksi lindung nilai tidak boleh dilakukan untuk tujuan spekulasi. Transaksi lindung nilai syariah hanya dipergunakan untuk mengelola resiko nilai tukar yang riil (nyata) dan bukan untuk mencari keuntungan termasuk spekulasi. Underlying yang dimaksud dalam *hedging* adalah tujuan penggunaan *hedging* (obyek *hedging*). Jika seorang nasabah memiliki piutang murabahah dengan mata uang asing, kemudian melakukan transaksi *hedging*, maka kebutuhan yang timbul saat *murabahah* adalah obyek *hedging*. Salah satu indikator spekulasi adalah *hedging* tanpa *underlyingnya* ataupun *hedging* tanpa ada transaksi sebelumnya.
6. Hak janji jual tidak boleh diperjualbelikan. Menurut Fatwa DSN, hak pelaksanaan (eksekusi) penyerahan obyek akad tidak boleh diperjualbelikan. Maksudnya, pihak yang melakukan muwa'adah (saling berjanji) tidak boleh menjual haknya kepada pihak lain, karena pihak yang berjanji belum memiliki obyek akad (valas yang diperjualbelikan) sebagaimana dalam fatwa DSN yaitu hak pelaksanaan wa'd tidak boleh diperjualbelikan karena ini adalah indikator praktik spekulasi.
7. Nilai tukar harus disepakati pada saat saling berjanji (*muwa'adah*). Nilai tukar atau perhitungan nilai tukar harus disepakati pada saat saling berjanji (*muwa'adah*) dengan metode perhitungan mengacu pada *base practice* (standar internasional). Wa'd dalam transaksi *hedging* memerlukan konfirmasi dan persetujuan *counterpartynya* terkait *enforceability* dalam realisasinya. Nilai

tukar atau perhitungan nilai tukar harus disepakati pada saat saling berjanji (*muwa'adah*)

8. Produk-produk hedging. Fatwa DSN memberikan beberapa contoh objek lindung nilai antara lain dapat berupa :
  - a. Simpanan dalam valuta asing yang menggunakan valuta asing antarbank
  - b. Kebutuhan dalam valuta asing untuk penyelenggaraan haji/umroh dan biaya perjalanan ke luar negeri lainnya yang sesuai dengan syariah
  - c. Kebutuhan dalam valuta asing untuk biaya Pendidikan luar negeri
  - d. Kebutuhan dalam valuta asing lainnya yang sesuai dengan prinsip syariah dan peraturan perundang-undangan yang berlaku.

Bila ditelaah contoh-contoh diatas pada poin b hingga poin d adalah *hedging* atas kewajiban bukan *hedging* atas asset. Di samping itu, yang di *hedging* adalah kebutuhan bukan akadnya, akadnya adalah mubah/*tahsinat*. *Underlying assets* setiap transaksi jual beli komoditi syariah yang mendasari instrumen *hedging* harus halal, riil (tidak fiktif) yaitu harus benar-benar ada dan dapat diserahkan.

9. Pelaku transaksi dalam lindung nilai syariah. Menurut Fatwa DSN pelaku transaksi dalam lindung nilai syariah adalah antara lain berupa :
  - a. Lembaga Keuangan Syariah (LKS)
  - b. Lembaga Keuangan Konvensional (LKK) sebagai penerima lindung nilai. Seperti bank konvensional sebagai penerima manfaat *hedging* (obyek *hedging*)/ penerima lindung nilai dari LKS
  - c. Bank Indonesia. Misalnya bank syariah meminta ke Bank Indonesia
  - d. Lembaga bisnis yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah sebagai penerima lindung nilai
  - e. Orang dan badan hukum lainnya, seperti Kemenag dan lain-lain

#### **S. Perusahaan Yang Sudah Menggunakan Hedging Syariah**

Beberapa perusahaan swasta yang sudah menggunakan hedging syariah untuk memitigasi risiko nilai tukar atas kewajiban bersihnya, diantaranya :

1. Astra Agro Lestari pada tahun 2014 menggunakan hedging syariah atas kewajiban bersihnya sebesar USD 330,059,000,000, tahun 2015 sebesar USD 467,768,000,000, dan tahun 2016 sebesar USD 174,302,000,000.
2. Artha Kencana Rayatama pada tahun 2014 menggunakan hedging syariah atas kewajiban bersihnya sebesar USD 169,923,079,000, tahun 2015 sebesar USD 73,874,629,000, dan tahun 2016 sebesar USD 69,902,067,000.
3. Astra Internasional pada tahun 2014 menggunakan hedging syariah atas kewajiban bersihnya sebesar USD 2,236,002,235, tahun 2015 sebesar USD 1,986,721,261, dan tahun 2016 sebesar USD 1,171,938,678.
4. Perusahaan Gas Negara pada tahun 2014 menggunakan hedging syariah atas kewajiban bersihnya sebesar USD 281,058,044, tahun 2015 sebesar USD 292,491,074, dan tahun 2016 sebesar USD 272,977,606.
5. Telkom pada tahun 2014 menggunakan hedging syariah atas kewajiban bersihnya sebesar USD 41,040,000, tahun 2015 sebesar USD 173,560,000, dan tahun 2016 sebesar USD 52,120,000.

#### **T. Pemikiran Maqashid Syariah Ibnu Asyur**

Ibnu Asyur adalah tokoh *maqashid syariah* kontemporer yang dilahirkan di Tunisia. Konsep *maqashid syariah* yang sebelumnya sudah pernah digagas oleh imam al Shatibi, al Ghazali, dan lain-lain semakin lengkap diteruskan oleh Ibnu Asyur. Melalui pemikiran Ibnu Asyur, *maqashid syariah* menjadi lebih mudah digunakan dalam memecahkan masalah-masalah yang terjadi di setiap zaman. Hal penting yang menjadi kelebihan *maqashid syariah* masa Ibnu Asyur adalah semua hukum baik yang bersifat muamalah (transaksional) atau ibadah (ritual) memiliki illat (sebab). Dalam mengoperasionalkan teori *maqashid* ia berpegang pada tiga prinsip dasar yaitu *maqam khitab al syar'iy* (situasi dan kondisi khitab syar'iy), *al tamyiz baina al wasilah wa al maqshud* (membedakan antara prasarana dan tujuan), *istiqlal* (induksi).

Ibnu Asyur membagi *maqasid syariah* menjadi dua bagian yaitu; *maqasid al ammah* (umum) dan *maqasid al khassah* (khusus). *Maqasid al-Ammah* (tujuan umum) syariah dari seluruh hukum adalah tujuan yang tidak hanya dikhususkan pada satu hukum. Seperti tujuan dari ibadah secara umum adalah untuk mengagungkan Allah Ta'ala dan takut kepada-Nya serta tawakkal dan menyerahkan segala urusan kepada-Nya. Setiap hukum baik berupa perintah maupun larangan adalah bertujuan untuk beribadah dan beragama kepada Allah, mendatangkan kemaslahatan dan menolak bahaya, memudahkan dan menghilangkan kesulitan (Habib, 2006). *Maqasid al-Ammah* juga menjaga keteraturan umat, dan melestarikan kebaikan mereka, kebaikan ini mencakup kebaikan akal, perbuatan, dan kebaikan lingkungan sekitarnya.

Selanjutnya Ibnu Asyur membatasi *maqasid al ammah* dengan empat syarat yaitu; Pertama bersifat tetap (*al thubut*). Kedua, jelas (*al duhur*), yaitu bersifat jelas tidak menimbulkan perselisihan dalam menjelaskan arti seperti menjaga keturunan sebagai tujuan dari disyariatkannya nikah. Ketiga, terukur (*indibat*), yaitu suatu arti mempunyai batasan yang rinci seperti menjaga akal sebagai tujuan disyariatkannya hukuman cambuk ketika mabuk. Keempat, otentik (*itrad*), yaitu jika suatu tujuan syara' tidak diperdebatkan karena perbedaan daerah, etnis, dan waktu seperti tujuan kesepadan dalam pergaulan suami istri.

Setiap tujuan syariah secara umum bertujuan untuk kemaslahatan manusia baik di dunia maupun akhirat. Maslahat menurut istilah Ibnu Asyur adalah sifat suatu perbuatan yang dapat merealisasikan kebaikan atau kemanfaatan selamanya atau secara umum bagi orang banyak maupun individu (pribadi) (Asyur, 2006). Ibnu Asyur membagi maslahat yang menjadi *maqsud* (tujuan) dalam *shara'* menjadi empat bagian. Pertama, Maslahat dilihat dari segi pengaruhnya bagi tegaknya umat. Berdasarkan sisi ini maslahat terbagi menjadi *daruriyat*, *hajiyat* dan *tahsiniyat*. *Maslahat daruriyat* adalah masyarakat harus mendapatkan kemaslahatan ini baik secara kelompok maupun individu. Yang mana, suatu tatanan masyarakat tidak akan tegak dengan hilangnya kedaruratan itu, dan keadaan manusia akan menjadi rusak seperti binatang. Maslahat ini kembali pada *kulliyat al khamsah*. *Kulliyat* ini tergambar dalam penjagaan terhadap agama, jiwa, akal, harta, dan nasab (Asyur,

2006). Sedangkan maslahat *al hajiyyat* adalah maslahat yang dibutuhkan oleh umat untuk menegakkan aturannya dengan baik, jika maslahat ini hilang tatanan kehidupan tidak menjadi rusak akan tetapi berada dalam keadaan tidak teratur. Contoh dari *maslahat al hajiyyat* adalah menjaga kehormatan. Masalah *tahsiniyah* adalah dengan maslahat itu kesempurnaan keteraturan umat dapat terealisasi. Maslahat ini merupakan sebab umat lain tertarik untuk berinteraksi dengan umat Islam. Contohnya adalah akhlak yang mulia.

Bagian kedua adalah maslahat yang dilihat dari segi hubungannya dengan umat secara umum, kelompok, atau individu. Maslahat dilihat dari segi ini terbagi menjadi dua yaitu *maslahat al kulliyah*, dan *maslahat juz'iyah*. *Maslahat al kulliyah* adalah maslahat yang kembali kepada umat secara umum dan kelompok besar dari suatu umat seperti penduduk suatu daerah. Contoh maslahat ini seperti menjaga kelompok dalam masyarakat dari perpecahan, dengan *daruriyat*, *hajiyyat* dan *tahsiniyat*. *Maslahat juz'iyat* adalah kemaslahatan bagi individu (pribadi) atau beberapa individu, yang harus dijaga dalam hukum-hukum muamalah (Asyur, 2006).

Bagian ketiga, maslahat dilihat dari segi terealisasinya kebutuhan atau tercegahnya kerusakan, terdiri dari :

1. *Maslahat qat'iyah*, maslahat ini diketahui dengan adanya teks secara pasti didukung oleh teori induksi atau dengan dalil akal bahwa dalam implementasinya terdapat kebaikan yang besar atau dalam pelaksanaan hal yang sebaliknya akan terjadi bahaya yang besar, seperti membunuh orang yang enggan mengeluarkan zakat pada masa Khalifah Abi Bakr as Sidiq.
2. *Maslahat Dzanniyah*, yaitu maslahat yang bisa diketahui dengan persangkaan akal sehat seperti memelihara anjing untuk menjaga rumah di saat situasi mencekam, dan ada kalanya ditunjukkan oleh dalil dzanny seperti sabda Nabi SAW: *La yaqdi al qadi wa huwa ghadban* (seorang hakim jangan memutuskan perkara ketika ia dalam keadaan marah).
3. *Maslahat Wahmiyah*, adalah diandaikan terdapat kemaslahatan dan kebaikan, akan tetapi setelah dicermati kemaslahatan itu berubah menjadi kerusakan. Seperti mengkonsumsi narkoba (Nurhadi, 2021).

Bagian keempat, adanya masalahat karena sebagai tujuan dari suatu perbuatan atau karena implikasi dari perbuatan. Masalahat semacam ini sebagai awal kemunculan metode *tathallu'at* (observasi), *tafatanat* (pemahaman), dan *madahir* (fenomenologi). Metode observasi adalah dengan menggunakan *hilah* (rekayasa), dan *dzarai'* (jalan menuju yang lain), metode pemahaman dengan menggunakan *'ilal* (ilat-ilat hukum), metode fenomenologi adalah dengan melihat keistimewaan hukum Islam dan karakteristik keumuman serta keabadian hukum Islam (Asyur, 2006).

Sifat-sifat dari *Maqasid Syariah* menurut Ibnu Asyur kembali pada empat sifat yaitu *Pertama*, Arahan fitrah bagi Maqashid Syariah. Sifat dasar fitrah adalah adanya sikap toleransi, tidak adanya paksaan, ketetapan dan perubahan syariat, persamaan, kebebasan. Dengan mengacu pada fitrah maka suatu hukum akan menjadi moderat, toleran yang mengedepankan kepentingan umum, artinya mudah diterima oleh khalayak umum dan memenuhi rasa keadilan (Nurhadi, 2021). Mayoritas makna-makna hukum syariah khususnya hukum-hukum muamalah adalah mempunyai arti yang pasti dan jauh dari cabang, ia datang dengan redaksi umum. Karena itu maka seorang ahli fikih harus waspada bahwa hukum-hukum syariah menggunakan arti-arti terbatas sehingga kasus lain bisa diqiyaskan (dianalogikan) kepadanya. Sifat umum ini menjadikan syariah sebagai ajaran yang sesuai bagi segala waktu dan tempat (Asyur, 2006).

Sifat yang kedua adalah merealisasikan dan memuliakan Syariah. Cara untuk merealisasikan syariah ada dua: pertama dengan cara menakut nakuti (dengan ancaman siksa yang pedih) dan menasehati, kedua dengan cara memudahkan dan kasih sayang. Cara yang pertama dibatasi dengan beberapa cara, diantaranya: diharamkannya menyiasati hukum, menutup jalan kerusakan, membuka jalan kebaikan, dan memberikan otoritas bagi penguasa. Sedangkan cara yang kedua dibatasi dengan memudahkan dalam hukum syariah, mengalihkan hukum dari yang susah menjadi mudah, mempertimbangkan alasan *mukallaf* dalam meninggalkan suatu perbuatan (Asyur, 2006).

Adapun sifat yang ketiga adalah kuatnya aturan dan ketenangan jiwa merupakan tujuan syariah. Sifat ini bisa terealisasi dengan dua cara, pertama dengan cara *ijtihad* dan kedua dengan adanya *rukhsah*.

1. *Ijtihad* adalah mempertimbangkan dalil-dalil *shara'* dan mencurahkan segala kemampuan untuk mengungkap maksud *shari'* (pembuat syariat).
2. *Rukhsah* diberikan kepada orang yang mendapatkan kesulitan yang mengakibatkan berubahnya suatu hukum dari '*azimah* menjadi *rukhsah* (Nurhadi, 2021).

Adapun mengenai *Maqashid al Khasah* (Tujuan Khusus Syariah) dalam Muamalah merupakan cara yang dikehendaki oleh *Shari'* (pembuat syariat) dalam merealisasikan tujuan manusia yang bermanfaat atau untuk menjaga kemaslahatan mereka secara umum dalam perbuatan mereka secara khusus. Jika hukum ini mempunyai tujuan khusus, secara *shara'* ia akan berbeda sesuai dengan kadar implikasi hukumnya apakah ia merupakan tujuan (*maqshud*) atau prasarana (*wasilah*) (Nurhadi, 2021).

*Maqashid* terbagi menjadi dua yaitu tujuan *shari'* dan tujuan manusia dalam perbuatannya. Tujuan-tujuan ini diantaranya ada yang berhubungan dengan hak Allah, dengan hak hamba, gabungan antara dua hak yaitu hak Allah dan hak hamba. Yang dimaksud dengan hak Allah adalah hak-hak yang menjaga tujuan umum Syariah, seperti hak *baitul mal*, dan hak orang yang meng-*qashar*, dan hak *hadhanah*. Hak-hak ini karena bisa mendatangkan kemanfaatan secara umum, maka dinisbatkan kepada Allah dan seseorang tidak berhak untuk menggugurkannya. Sementara itu, yang dimaksud dengan hak hamba adalah perbuatan-perbuatan yang mendatangkan bagi dirinya sesuatu yang pantas atau mencegah sesuatu yang tidak pantas akan tetapi tidak mengakibatkan hilangnya masalah secara umum ataupun mendatangkan kerusakan secara umum. Yang terakhir adalah percampuran antara hak Allah dan hak hamba. Contoh percampuran ini adalah *qishash*, *qadzaf*, pemerkosaan, seperti contoh di atas hak Allah Ta'ala mendominasi secara mayoritas, dan terkadang hak hamba mendominasi, ketika tidak mungkin dibarengkan dengan hak

Allah SWT, seperti pengampunan dari pihak yang terbunuh terhadap pembunuhnya secara sengaja (Asyur, 2006).

Lain halnya dengan maqshud, prasarana (*al wasail*) adalah hukum-hukum yang ditetapkan yang dengannya hukum lain bisa didapatkan, hukum ini tidak menjadi tujuan, akan tetapi untuk mendapatkan hukum lain sesuai dengan tuntutan, karena tanpa hukum ini terkadang tujuan hukum tidak tercapai atau tercapai akan tetapi terjadi kekacauan. Seperti bentuk akad dan lafadz orang-orang yang mewakafkan yang menjadikannya sebagai prasarana untuk mengetahui tujuan mereka dalam akad (Asyur, 2006). Dengan kata lain bahwa Ibnu Asyur dalam menetapkan *maqasid khasah* adalah dengan cara memilah apakah suatu hukum menjadi tujuan (*maqsud*), atau menjadi prasarana (*wasilah*).

Setelah itu ia membagi *maqashid* menjadi dua yaitu tujuan *shari'* dan tujuan manusia, dari tujuan-tujuan tersebut dilihat dari segi hubungannya dengan hak Allah dan hak hamba terbagi menjadi tiga yaitu hak-hak Allah, hak-hak hamba, percampuran antara hak Allah dan hak hamba. Sedangkan wasilah (prasarana) adalah hukum- hukum yang ditetapkan yang dengannya hukum lain bisa didapatkan, hukum ini tidak menjadi, akan tetapi untuk mendapatkan hukum lain sesuai dengan tuntutan, karena tanpa hukum ini terkadang tujuan hukum tidak tercapai atau tercapai akan tetapi terjadi kekacauan. Seperti menyaksikan dalam pernikahan dan mengumumkan nikah.

Ibnu Asyur mendefinisikan fitrah adalah keadaan pertama yang ada pada manusia yang tercermin pada nabi Adam *Alaihi salaam*. Ia merupakan keadaan yang bisa menerima kebaikan dan konsistensi yang merupakan maksud dari firman Allah Ta'ala adalah manusia itu (dahulunya) satu umat. Tauhid, petunjuk, dan kebaikan adalah fitrah yang diciptakan Allah SWT ketika menciptakan manusia (Nurhadi, 2021).

*Maqashid al khasah* dapat dipahami sebagai tujuan yang paling penting yang didasarkan pada fitrah adalah tujuan menentukan hak- hak melalui penciptaan. Asal kejadian telah menimbulkan hak bersamaan terciptanya pemilik hak. Hak ini adalah hak yang paling tinggi di dunia. Ibnu Asyur menjelaskan hak-hak ini sebagai hak

manusia dalam menggunakan badan, hak terhadap apa yang telah ia lahirkan, hak terhadap sesuatu yang dilahirkan dari barang yang menjadi haknya. Sementara maqashid al 'ammah merupakan tujuan umum yang dibangun berdasarkan fitrah adalah bersifat umum, persamaan, kebebasan, toleransi, hilangnya paksaan (nikayah) dari Syariah dan tujuan umum Syariah (Nurhadi, 2021).

Ibnu Asyur menegaskan pentingnya fitrah untuk membantu ahli fiqih dalam menyimpulkan hukum, karena ukuran ini bisa dijadikan alat untuk menilai perbuatan para mukallaf. Maka sesuatu yang sangat melenceng dari fitrah, ia dianggap haram, sedangkan sesuatu yang mengakibatkan terpeliharanya keberadaan fitrah maka ia hukumnya wajib, sedangkan sesuatu yang berada di bawah keduanya maka ia dilarang, sedangkan sesuatu yang tidak bersentuhan dengan fitrah maka ia diperbolehkan. Terkadang sifat fitrah ini bertentangan dalam satu perbuatan, jika dimungkinkan untuk menggabungkan keduanya maka digabungkan, dan jika tidak mungkin maka dipilih perbuatan yang mengakibatkan terpeliharanya fitrah. Ibnu Asyur menjelaskan bahwa semua perbuatan yang disukai oleh akal sehat untuk dilakukan manusia maka ia termasuk fitrah, sedangkan sebaliknya adalah telah melenceng dari fitrah (Nurhadi, 2021). Alal al Fasi menjelaskan pengertian fitrah adalah setiap kemaslahatan adalah fitrah, seperti jujur, menepati janji, ikhlas, amanah, adil, lemah lembut terhadap sesama, berbuat baik, toleransi. Sebaliknya sifat dusta, khianat, menipu, ingkar janji, saling membenci, berbuat buruk, fanatik, adalah melawan fitrah.

Ibnu Asyur mendefinisikan masalah adalah sifat bagi perbuatan yang bisa mendatangkan kebaikan, manfaat untuk selamanya secara mayoritas maupun individu. Mashlahah dalam bidang muamalah modern, baik yang bersifat umum atau khusus (Asyur, 2006). Mashlahah secara khusus adalah mashlahah yang bisa dirasakan manfaatnya oleh individu dengan munculnya perbuatan dari para individu untuk kepentingan masyarakat yang terdiri dari para individu. Sedangkan mashlahah secara umum didapatkan sebagai pengikut atau konsekwensi logis dari mashlahah khusus, seperti menjaga harta dari *israf* (berlebih-lebihan). Menurut Mustafa Zaid, *mashlahah*

ditinjau dari segi dibutuhkannya terbagi menjadi tiga yaitu mashlahah daruriyah, mashlahah hajiyah, mashlahah tahsiniyah.

Makna mendatangkan mashlahah dan menolak mafsadah ini sesuai dengan kaidah yang digagas oleh Shatibi adalah *Wad'u al syarai' innama huwa li masalih al 'ibad fi al 'ajil wa al aajil ma'an* (penentuan hukum-hukum shariat adalah untuk kemaslahatan hamba, baik untuk saat ini maupun nanti). Dasar mashlahah pada hak-hak dalam muamalat menurut Ibnu Asyur terbagi menjadi dua, hak-hak Allah sebagai *mashlahah 'ammah* dan hak-hak hamba sebagai mashlahah khasah. Ketika mashlahah 'ammah bisa mendatangkan kemanfaatan secara umum atau secara mayoritas atau melindungi hak orang yang tidak bisa melindungi haknya, maka Shari' mewajibkan dengan wajib 'ain, dan di sisi lain diwajibkan dengan wajib kifayah. Seperti wajibnya menjaga jiwa, yang wajib kifayah menyelamatkan orang yang tenggelam (Asyur, 2006). Sedangkan masalah khasah adalah transaksi yang mendatangkan kemanfaatan untuk diri sendiri. Ketika terjadi pertentangan antara dua mashlahah maka perlu dilakukan tarjih, seperti mendahulukan mashlahah iman dari pada mashlahah amal.

Terkait tingkatan mashlahah yang dituju secara Syara', Ibnu Asyur membagi mashlahah menjadi dua, Pertama, mashlahah di bidang transaksi antar manusia dalam bingkai sosial. Kedua, mashlahah yang difokuskan kepada manusia secara individual. Ibnu Asyur mendasarkan masalah pada dua dasar yang pertama yang ia sebut dengan dasar politik (*ta'sil al siyasi*) dan kedua dengan dasar penetapan hukum (*ta'sil al tashri'i*) (Nurhadi, 2021).

#### 1. Dasar Politik (*ta'sil al siyasi*)

Termasuk ke dalam tujuan *shari'ah* adalah adanya masyarakat Islam yang kuat, disegani, dan tenang jiwanya. Hal ini tidak akan bisa terealisasi tanpa adanya perangkat pendukung sebagai berikut:

- a. *Mashlahah daruriyat* adalah jika hal tersebut tidak ada maka urusan umat di dunia akan kacau artinya hal itu menyebabkan terjadinya kekacauan dan dikuasainya umat ini oleh musuh. Untuk menegakkan penjagaan ini dibutuhkan organisasi masyarakat yang diakui oleh pemerintah (organisasi legal).

- b. *Mashlahah haajiyah* adalah *mashlahah* yang dengannya ketertiban umum akan bisa terealisasi dengan baik. Jika *mashlahah* ini hilang tidak sampai mengakibatkan kekacauan, akan tetapi kesulitan dan kesukaran tidak bisa dihilangkan. Ibnu Asyur hanya mengkhususkan *mashlahah* ini dalam bidang transaksi dan pernikahan.
- c. *Mashlahah Tahsiniyah* adalah untuk menampakkan umat Islam agar disukai oleh kelompok lain. Tugas ini diemban oleh kekuasaan politik (Nurhadi, 2021).

## 2. Dasar *Tasyri'i* (*Ta'sil Al Tasyri'i*)

Tujuan dasar dari *ta'sil al tasyri'i* adalah ingin menunjukkan pentingnya *mashlahah mursalah*. Arti *irsal* adalah *Shari'* tidak menggantungkan suatu kejadian-kejadian dengan teks hukum tertentu, dan juga tidak ditemukan persamaan sehingga dapat di *ilhaqkan* (dipertemukan) di dalam *qiyas*. Ibnu Asyur menjelaskan dasar operasional *istidlal* ini sebagai berikut: adanya suatu sifat yang pantas dijadikan suatu *illat* ia tidak didasarkan pada suatu hukum asal tertentu, akan tetapi disandarkan kepada kemaslahatan secara umum dalam perspektif logika. Jika persamaan (*ilhaq*) di dalam *qiyas* adalah persamaan (*ilhaq*) secara *juz'i* dengan *juz'i* yang lainnya yang diketahui di dalam *shara'* karena ada unsur kesamaan dari segi *illat*-nya, sebagai *mashlahah juz'iyah dzanniyyah*, maka persamaan (*ilhaq*) pada masalah *mursalah* adalah persamaan (*ilhaq*) *juz'iyah*, yang tidak diketahui dalam hukum *syara'* dengan metode induksi (*mustaqriah*) dari dalil *shara'*, baik induksi secara pasti ataupun secara *dzanny* yang mendekati kepastian (Nurhadi, 2021).

Ibnu Asyur menambahkan jika terjadi pertentangan antara beberapa masalah, kemaslahatan lebih ringan dibandingkan kerusakan, maka seorang mujtahid harus mempertimbangkan pertentangan- pertentangan itu dengan hal-hal sebagai berikut:

- a. Kuatnya pengaruh kemaslahatan yang diperoleh dan implikasinya baik berupa kemaslahatan atau kemafsadatan.

- b. Tinggi rendahnya kemaslahatan dapat diketahui dengan cara induksi yang mana mashlahah tersebut sebagai tujuan Shari' dalam rangka untuk mendapatkan yang *rajih* dan mengabaikan yang *marjuh*.
- c. Kebutuhan umum adalah untuk mendapatkan *mashlahah 'ammah* atau *mashlahah khasah*
- d. Perbedaan situasi dan kondisi suatu masyarakat dalam keadaan damai maupun perang untuk mendapatkan mashlahah ataupun menolak *mafsadah* (Asyur, 2006).

*Ta'lil* dari kata '*alla al rajulu* artinya seorang laki-laki mengadu karena sakit, dikatakan: *hadza 'illatun li hadza* artinya ini sebab untuk ini. *I'talla* artinya ketika seseorang berpegang kepada suatu hujjah. Dan *a'allahu* menjadikan sesuatu mempunyai *'illat*. Dari penggunaan kata '*allala* dalam bahasa Arab berarti: mencari sebab-sebab, menggunakan hujjah-hujjah dan dalil-dalil, atau menjelaskan rahasia-rahasia (Nurhadi, 2021).

Menurut Syathibi yang dimaksud dengan *ilal* adalah hikmah dan kemaslahatan yang dijadikan sandaran bagi suatu perintah atau kebolehan, dan kerusakan yang dijadikan sandaran dari suatu larangan. Sedangkan menurut Ibnu Asyur mencari *illat* merupakan dasar yang sempurna bagi pemikiran syariah karena sesungguhnya ia bertujuan untuk menjelaskan tujuan shari' dari suatu hukum (Nurhadi, 2021).

#### **U. Tinjauan Maqashid Syariah dalam kaitannya dengan penerapan Hedging Syariah**

Manajemen risiko adalah suatu yang diharuskan oleh syariah dan selaras dengan tujuan syariah (*maqasid al-shariah*), yaitu menjaga harta (*hifz al-mal*) dari segala sesuatu yang menyebabkannya hilang atau musnah (Ghulam, 2016). Allah SWT memerintahkan manusia untuk selalu berusaha mendapatkan keberuntungan dan menghindarkan diri dari perbuatan-perbuatan yang dapat menimbulkan kerugian, seperti dijelaskan dalam ayat Al-Qur'an berikut:

وَالْعَصْرِ ﴿١﴾ إِنَّ الْإِنْسَانَ لَفِي خُسْرٍ ﴿٢﴾ إِلَّا الَّذِينَ آمَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَتَوَاصَوْا بِالْحَقِّ وَتَوَاصَوْا بِالصَّبْرِ ﴿٣﴾

Artinya : “Demi masa. Sesungguhnya manusia itu benar-benar dalam kerugian, kecuali orang-orang yang beriman dan mengerjakan amal saleh dan nasehat menasehati supaya mentaati kebenaran dan nasehat menasehati supaya menepati kesabaran.” (QS. Al ‘Ashr: 1-3)

Dalam ayat tersebut, Allah SWT memerintahkan agar manusia senantiasa saling menasehati dalam upaya menjalankan kebenaran dan kesabaran. Dalam konteks ini, transaksi *hedging* dapat dimaknai sebagai upaya bersama pihak-pihak terkait dalam memitigasi potensi risiko yang dikhawatirkan akan timbul dan dapat merugikan salah satu pihak yang bertransaksi. Kesepakatan dalam memitigasi risiko inilah yang dapat dimaknai sebagai upaya saling menasehati dalam menjalankan kebenaran. Dalam ayat lain Allah SWT juga berfirman:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ ۖ أُحِلَّتْ لَكُمْ بَهِيمَةُ الْأَنْعَامِ إِلَّا مَا يُتْلَىٰ عَلَيْكُمْ غَيْرَ مُحِلِّي الصَّيْدِ وَأَنْتُمْ حُرْمٌ ۗ إِنَّ اللَّهَ يَحْكُمُ مَا يُرِيدُ ﴿١﴾

Artinya : “Hai orang-orang yang beriman, penuhilah aqad-aqad itu. Dihalalkan bagimu binatang ternak, kecuali yang akan dibacakan kepadamu. (Yang demikian itu) dengan tidak menghalalkan berburu ketika kamu sedang mengerjakan haji. Sesungguhnya Allah menetapkan hukum-hukum menurut yang dikehendaki-Nya.” (QS Al-Maidah : 1)

وَلَا تَقْرَبُوا مَالَ الْيَتِيمِ إِلَّا بِالَّتِي هِيَ أَحْسَنُ حَتَّىٰ يَبْلُغَ أَشُدَّهُ ۗ وَأَوْفُوا بِالْعَهْدِ ۗ إِنَّ الْعَهْدَ كَانَ مَسْئُولًا ﴿٣٤﴾

Artinya : “ Dan janganlah kamu mendekati harta anak yatim, kecuali dengan cara yang lebih baik (bermanfaat) sampai ia dewasa dan penuhilah janji; sesungguhnya janji itu pasti diminta pertanggungjawabannya.” (QS Al-Isra :34)

Kedua ayat tersebut memerintahkan orang-orang yang beriman untuk senantiasa memenuhi janji-janji yang telah disepakati, karena janji-janji tersebut akan

dipertanggungjawabkan di akhirat. Transaksi *hedging* merupakan komitmen bersama dalam memitigasi risiko agar tidak ada yang dirugikan di masa yang akan datang. Komitmen ini haruslah ditepati oleh semua pihak yang bertransaksi demi terwujudnya keberlangsungan (*sustainable*) bisnis dan kesejahteraan bersama.

Selain itu, pada hadis diantaranya Hadis Nabi yang diriwayatkan Ibnu Majah dari ‘Ubadah bin Shamit, riwayat Ahmad dari Ibnu ‘Abbas, dan Riwayat Imam Malik dari Yahya dinyatakan (DSN-MUI, 2012):

أَنَّ رَسُولَ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ قَضَى أَنْ لَا ضَرَرَ وَلَا ضِرَارَ (أَخْرَجَهُ ابْنُ مَاجَةَ عَنْ عِبَادَةَ  
بن الصامت في سننه, الكتاب: الأحكام, الباب: من بني في حقه ما يضر بجاره, رقم الحديث  
: ٢٣٣١, ورواه أحمد عن ابن عباس, ومالك عن يحيى)

“Rasulullah SAW menetapkan : Tidak boleh membahayakan/merugikan orang lain dan tidak boleh (pula) membalas bahaya (kerugian yang ditimbulkan oleh orang lain) dengan bahaya (perbuatan yang merugikannya).” (HR. Ibnu Majah dari Ubadah bin Shamit dalam Sunan-nya, kitab : Ahkam, bab man bana bi haqqihi ma yadhuru bi jarihi, No. 2331; HR. Ahmad dari Ibnu Abbas, dan HR Malik dari Yahya).

Juga pada Hadis riwayat Ibn Hibban dinyatakan (Fatwa DSN MUI No. 96/2015 Tentang Transaksi Lindung Nilai Syariah Atas Nilai Tukar, 2015):

قَالَ رَجُلٌ لِلنَّبِيِّ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ أُرْسِلُ نَاقَتِي وَأَتَوَكَّلُ قَالَ إِعْقِلْهَا وَتَوَكَّلْ.

#### SUMATERA UTARA MEDAN

Seseorang bertanya kepada Rasulullah terkait untanya, apakah saya (boleh) membiarkan (tidak mengikat) unta saya kemudian bertawakkal (kepada Allah), Rasulullah SAW bersabda : “Ikatlah untanya dan bertawakallah (kepada Allah).”

Hadis-hadis tersebut mengisyaratkan pentingnya meminimalisir potensi risiko yang akan muncul di masa yang akan datang. Perintah Rasulullah SAW agar tidak membahayakan diri dan orang lain dalam hadis pertama merupakan wujud komitmen Islam dalam membangun kehidupan ekonomi bersama yang berlandaskan keadilan. Sementara itu pada hadis kedua digambarkan contoh konkrit dari Rasulullah SAW betapa pentingnya melakukan berbagai upaya untuk meminimalisir risiko yang berpotensi akan muncul di masa yang akan datang. Dalam hadis tersebut Rasulullah

SAW melarang sahabatnya yang hanya bertawakkal saja tanpa adanya ikhtiar untuk menjaga untanya. Oleh karena itu, Rasulullah SAW memerintahkan sahabatnya untuk mengikat untanya sekaligus bertawakkal kepada Allah SWT.

Ayat Al-Qur'an dan hadis diatas merupakan sebagian perintah Allah SWT yang bertujuan untuk memotivasi manusia agar selalu berupaya menghindari kerugian dan mendapatkan keberuntungan. Petunjuk tersebut tidak hanya berlaku untuk kerugian atau keberuntungan di akhirat saja, melainkan juga di dunia. Salah satu bentuk upaya manusia untuk mengurangi kerugian di dalam bermuamalah adalah dengan mengurangi berbagai risiko yang bisa terjadi. Risiko yang sering dialami dalam bermuamalah atau dalam berinvestasi adalah risiko perubahan nilai tukar mata uang.

Upaya untuk mengurangi risiko kerugian yang ditimbulkan dari pergerakan nilai tukar yang tidak diharapkan ini dilakukan dengan menciptakan berbagai instrumen lindung nilai (*hedging*). Instrumen lindung nilai yang sering digunakan untuk mengantisipasi kerugian akibat volatilitas nilai tukar dalam perdagangan adalah *forward*, *swap*, *option*, yang disebut dengan instrumen *derivative* (Obaidullah, 2005). Produk instrumen derivatif ini merupakan turunan dari pembelian dan penjualan komoditas ekspor secara *spot*. Transaksi tersebut dilakukan dengan cara memenuhi kebutuhan mata uang asing untuk jangka waktu tertentu di masa depan dengan melakukan transaksi jual beli mata uang yang dibutuhkan tersebut secara kontrak pada saat ini. Akan tetapi masih banyak instrumen derivatif yang tidak sesuai dengan syariah Islam, sehingga perlu diatur dengan jelas jenis dan dasar penggunaannya agar terhindar dari unsur *maisir*, *gharar*, dan *riba* (Suryani & Fathoni, 2017).

Konsep lindung nilai juga dekat dengan prinsip Islam sebagaimana terdapat kaedah fiqh yaitu *al-dararu yuzalu* (kemudharatan dihilangkan). Bahkan terdapat banyak lagi kaidah fiqh yang secara substansi mengharuskan untuk meminimalisir risiko dan melindungi nilai ini. Selain itu, dalam Islam juga terdapat kontrak-kontrak yang berbentuk jaminan seperti *al-rahnu* (gadaian) (Nordin & Omar, 2012).

Walau bagaimana pun, tidak semua risiko perlu dihapuskan. Terdapat juga risiko yang harus ditanggung sebagai salah satu tuntutan kontrak tersebut. Dasarnya

berdasarkan kaidah fiqh yaitu *al-ghunm bi al-ghurm* (keuntungan yang layak diterima oleh seseorang adalah berdasarkan kadar risiko yang perlu ditanggung). Sebagai contoh, penjual perlu menanggung risiko barang yang ingin dijual seperti risiko kerusakan dan kerugian sampai tiba saatnya barang tersebut berpindah milik kepada pembeli. Hanya risiko yang mengandung unsur *gharar fahish* yang dilarang. Risiko yang tidak termasuk dalam dua kategori inilah yang dibenarkan oleh syariat Islam untuk meminimalisirkannya. Instrumen yang digunakan lindung nilai haruslah mematuhi prinsip-prinsip yang digariskan oleh syariah. Instrumen tersebut harus terbebas dari unsur penipuan, pertaruhan, dan spekulasi.

Dengan dikeluarkannya fatwa nomor 28/DSN-MUI/III/2002 tentang jual beli mata uang asing (*as-sharf*), difatwakan bahwa transaksi valuta asing yang dibolehkan (tidak bertentangan dengan syariah) hanya transaksi *spot* dan *forward agreement* untuk kebutuhan yang tidak dapat dihindari (*lil hajah*). Adapun pendefinisian hajah adalah “Manusia memenuhi kebutuhannya yang apabila tidak terpenuhi atau melanggar larangan-larangan, maka ia akan mengalami kesulitan dan kesempatan akan tetapi tidak membahayakan”. Kebutuhan akan transaksi merupakan bagian dari hajat itu sendiri, yang apabila manusia tidak melakukan transaksi, manusia akan mengalami kesulitan dan kesempatan, karena lewatnya maslahat-maslahat yang tidak bertentangan dengan syariat.

UNIVERSITAS ISLAM NEGERI  
SUMATERA UTARA MEDAN

## V. Penelitian Terdahulu

Penelitian ini tidak terlepas dari hasil studi literasi beberapa penelitian terdahulu yang dianggap dapat memberikan kontribusi untuk peningkatan kualitas penulisan dan wawasan penulis. Berikut ini dirangkum dalam tabel di bawah ini :

**Tabel 2.2 : Penelitian Terdahulu**

No	Nama Peneliti/ Tahun/Negara	Variabel	Teknik Analisa Data	Hasil
<b>MANAJEMEN RISIKO</b>				
1	Terje Aven (2016)/ Norwegia	<i>Risk Assessment dan Risk Management</i>	Literature Review	Penilaian risiko dan manajemen risiko ditetapkan sebagai bidang keilmuan dan memberikan kontribusi penting dalam mendukung pengambilan keputusan. Hasil penelitiannya

				menyatakan bahwa landasan ilmiah dari penilaian risiko dan pengelolaan risiko masih agak goyah dalam beberapa hal yang artinya bahwa baik secara teoritis maupun praktis bergantung pada perspektif dan prinsip-prinsip yang dapat menimbulkan keraguan bagi pengambil keputusan.
2	Mohammed & Knapkova (2016)/ Zlin - Czech Republic	<i>Performance, Total Risk Management, Intellectual Capital, Firm Size, Financial Leverage</i>	Regresi Linear Hirarki 	Perusahaan perlu melihat manajemen risiko tidak hanya dari pendekatan defensif (pendekatan defensif diwujudkan dengan membatasi konsep dan praktik manajemen risiko hanya pada upaya melindungi perusahaan dari penurunan atau bahaya) tetap juga sebagai faktor kunci keberhasilan untuk keberlanjutan dan peningkatan kinerja bisnis secara keseluruhan. Manajemen risiko yang efektif memiliki implikasi langsung terhadap kinerja laba perusahaan.
<b>MANAJEMEN RISIKO DALAM ISLAM</b>				
3	Syed Ehsan Ullah Agha, Ruslan Sabirzyanov (2015)	Manajemen Risiko Tujuan Syariah	Deskriptif Kualitatif 	Perlakuan terhadap risiko dalam hukum komersial Islam adalah unik. Hal ini sangat tergantung pada jenis risiko masing-masing, yaitu risiko yang dilarang, risiko esensial, dan risiko yang dapat ditoleransi. Ada beberapa risiko yang harus dihindari, risiko tertentu yang tidak dapat dihilangkan dan risiko lain yang dapat diminimalkan. Memiliki pemahaman tentang klasifikasi risiko adalah penting agar dapat memahami bahwa konsep manajemen risiko dan pengambilan risiko sebenarnya tidak bertentangan. Kedua konsep tersebut sejalan dan konsisten dalam tujuan yang sama, yaitu untuk melindungi kekayaan dan untuk memastikan keadilan dan kejujuran bagi semua pihak yang berkontrak dalam transaksi keuangan mereka. Oleh karenanya hedging (lindung nilai) disusun untuk tujuan memitigasi risiko yang dapat ditoleransi dan tidak menghilangkan risiko bisnis yang esensial.
4	Ghassen Bouslama (2016)	Ketidakpastian Manajemen Risiko	Studi Literatur	Pendekatan Islam terhadap risiko dan pengelolaannya cukup unik, dan karakteristiknya layak diperhatikan. Pertama, Islam melarang <i>gharar</i> karena melibatkan penipuan dan

				kejahatan, yang tidak dapat diterima. Kedua, pengambilan risiko yang wajar diizinkan dalam konteks hukum, produktif, ekonomi atau aktivitas keuangan. Secara khusus, risiko operasional melekat pada kegiatan komersial, industri atau jasa dan oleh karena itu tidak dapat dihindari. Selain itu, risiko ini membenarkan keuntungan yang diperoleh. Jenis risiko ini diperbolehkan selama probabilitas menghasilkan keuntungan lebih besar, dengan kata lain jika secara matematis ada lebih banyak peluang untuk mendapatkan hasil yang positif.
<b>MANAJEMEN RISIKO KEUANGAN</b>				
5	Peng-fei Wang, Shi Li, Jian Zhou (2010)	<i>Use of derivatives</i> <i>Quick ratio</i> <i>Assets-liabilities ratio</i> <i>Total assets</i> <i>Capital expenditure</i> <i>Ownership Concentration</i> <i>Profitability</i> <i>Enterprise age</i>	Regresi  	Dalam kasus di pasar derivative China yang non-standar, kemudian biaya informasi yang tinggi untuk bisa mendapatkan bantuan dari pasar luar negeri, perusahaan dengan likuiditas yang memadai cenderung merasakan biaya yang tinggi apabila menerapkan manajemen risiko keuangan atau Financial Risk Management (FRM) yang pada akhirnya mengakibatkan rendahnya tingkat kebutuhan penerapan. Bagi perusahaan dengan likuiditas yang tidak memadai lalu mengalami financial distress dan tidak memiliki cukup modal untuk melakukan retensi risiko memilih untuk menggunakan pasar derivatif eksterior untuk menstabilkan arus kas agar meminimalkan guncangan keuangan demi tetap terlaksananya pengembangan usaha yang berkelanjutan dan lancar.
6	Jing Jia, Michael E. Bradbury (2020)	<i>Independence of risk management committee chairman, members</i>  <i>Risk management committee Size, human capital</i>  <i>Firm</i>	Regresi	Manajemen risiko keuangan yang baik memberikan dampak positif bagi kinerja perusahaan. Perusahaan-perusahaan yang mengikuti rekomendasi dari komite manajemen risiko cenderung memiliki kinerja akuntansi yang lebih baik, peluang pertumbuhan yang lebih tinggi dan memiliki risiko perusahaan yang lebih rendah. Reaksi perusahaan dalam menerapkan manajemen risiko keuangan ini beragam.

		<i>performance.</i>		
<b>MANAJEMEN RISIKO KEUANGAN DALAM ISLAM</b>				
7	Nurhafiza Abdul Kader Malim (2015)		Studi Literatur	<p>Di negara berkembang, lingkungan pasar yang bergejolak cenderung menyebarkan kekacauan tanpa adanya kerangka kerja manajemen risiko yang memadai dan efektif karena besarnya eksposur terhadap risiko yang besar dalam industri perbankan. Oleh karena itu, sistem manajemen risiko yang dikembangkan dengan baik untuk mengidentifikasi potensi penurunan kualitas aset portofolio perbankan syariah merupakan suatu keharusan yang bersifat sementara. Hal ini penting untuk memungkinkan bank-bank syariah berada dalam posisi untuk mempertahankan pencadangan yang memadai dalam situasi yang dinamis, kemampuan untuk meramalkan pendapatan di masa depan dan menerapkan teknik-teknik mitigasi risiko yang sesuai dengan syariah untuk mengelola volatilitas dan menjadi kompetitif. Kapasitas perbankan syariah untuk manajemen risiko berkontribusi secara signifikan terhadap kualitas praktik manajemen risikonya.</p> <p>Kemampuan manajemen risiko yang efisien sangat penting untuk memungkinkan bank-bank syariah memposisikan diri mereka secara strategis di pasar global yang bergejolak.</p>
8	Nurul Syazwani Mohd Noor, Abdul Ghafar Ismail, Muhammad Hakimi Mohd. Shafiai (2018)	<p>Derivasi risiko syariah</p> <p>Lembaga keuangan syariah</p>	Deskriptif Kualitatif	<p>Dalam penerapan risiko, sifat unik serta beragamnya aktivitas keuangan dan investasi memiliki karakteristik risiko tersendiri yang mempengaruhi kedua sisi neraca lembaga keuangan syariah. Untuk mengelola risiko-risiko tersebut, lembaga keuangan syariah harus memperhitungkan risiko-risiko dalam transaksi-transaksi mereka sehingga modal dapat menyerap risiko-risiko yang ada secara memadai</p>
<b>HUBUNGAN ULN DENGAN NILAI TUKAR</b>				
9	Bashir Ahmad Fida (2012)/Pakistan	Nilai Tukar, ULN	ARDL	<p>Terdapat hubungan kointegrasi jangka panjang diantara variabel-variabel terkait dalam Natrex Model dan juga terdapat hubungan kointegrasi jangka panjang diantara variabel nilai tukar</p>

				dengan ULN
10	Liliana Bunescu (2014)/ Romania	ULN, Nilai Tukar	Regresi	Banyak terjadi peristiwa yang sulit diperkirakan munculnya yang mempengaruhi nilai tukar RON, hal ini yang menurutnya menjadi alasan kenapa pergerakan nilai kurs RON/EUR tidak dapat diprediksi oleh pergerakan ULN Swasta Dan Pemerintah
11	Quilent Adhiambo Odera (2015)/ Kenya	ULN, Nilai Tukar	Ordinary Least Square	Rasio ULN terhadap GDP berpengaruh negative secara signifikan terhadap volatilitas nilai tukar sementara suku bunga berpengaruh positif secara signifikan
12	Zakaree Saheed (2015)/Nigeria	ULN, Nilai Tukar	Ordinary Least Square	Debt service payment memiliki pengaruh paling kuat terhadap nilai tukar
13	Abdul Basit dan Ishaque Ahmed Ansari (2015)/ Pakistan	Investasi Asing dan ULN, Nilai Tukar	Ordinary Least Square	<i>Cost of foreign debt</i> (biaya yang timbul karena ULN) memiliki hubungan yang signifikan dengan nilai tukar begitu pula sebaliknya.
14	Gabriel A. Anidiobu dan Paschal I.P. Okolie (2016)/Nigeria	ULN, Nilai Tukar	Ordinary Least Square	Nilai tukar memiliki respon positif terhadap ULN dan nilai tukar memiliki respon yang tidak signifikan terhadap ULN.
15	Alfikranta Atanta dan Cut Zakia Rizki (2018)/ Indonesia	ULN, Nilai Tukar	Kausalitas Granger	ULN mempengaruhi kurs secara signifikan, sebaliknya variabel kurs secara statistik tidak mempengaruhi ULN.
16	Tri Yudiarti, Emilia, Candra Mustika (2018)/ Indonesia	ULN, Tingkat Suku Bunga, Neraca Transaksi Berjalan	Regresi Linear Berganda	ULN berpengaruh terhadap kurs Rupiah, suku bunga tidak berpengaruh terhadap kurs Rupiah, neraca transaksi berjalan berpengaruh positif terhadap kurs Rupiah serta ULN, suku bunga dan neraca transaksi berjalan secara bersama-sama berpengaruh sebesar 44,1% terhadap kurs Rupiah periode 1986-2015
17	Nurhasanah (2019)/ Indonesia	ULN, Neraca Transaksi Berjalan, Suku Bunga SBI	Regresi , Model ECM	Dalam hubungan jangka pendek, ULN dan neraca transaksi berjalan tidak signifikan dengan kurs Rupiah terhadap Dolar Amerika, sedangkan suku bunga SBI berpengaruh positif dan signifikan dengan kurs Rupiah terhadap Dolar Amerika. Namun, untuk hubungan jangka panjang, seluruh variabel independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen.
<b>HEDGING (KONVENSIONAL) UNTUK MITIGASI RISIKO NILAI TUKAR</b>				
18	Anupam Mitra	Risiko Nilai	Deskriptif	Perusahaan-perusahaan di India

	(2013)/ India	Tukar,	Kualitatif	banyak yang menggunakan hedging karena mereka menyadari risiko nilai tukar yang bakal dihadapi. Kebanyakan dari mereka menggunakan forward contract meskipun ada juga yang menggunakan swap dan option hedge. Beberapa responden didapati tidak melakukan hedging karena mereka menganggap eksposur nilai tukarnya tidak besar selain juga karena pemahaman terhadap produk derivative yang kurang dianggap berbiaya besar serta berisiko.
19	Blaise Gadanez, Ken Miyajima, Chang Shu (2014)/ 12 negara berkembang	Risiko Nilai Tukar, Obligasi Negara	Regresi Panel	Risiko nilai tukar merupakan kunci utama dari imbal hasil obligasi pemerintah milik negara berkembang. Hal ini secara sederhana dapat dijelaskan bahwa apabila terjadi pertumbuhan ekonomi domestic yang lambat serta defisit fiskal yang tinggi di negara berkembang berdampak pada pelemahan nilai tukar, begitu pula bila terjadi gejolak di pasar internasional. Oleh karenanya investor mengharapkan risk premium yang lebih besar untuk mengkompensasikan risiko gagal bayar akibat adanya ketidakpastian nilai tukar di masa yang akan datang. Sangat disarankan penggunaan hedging nilai tukar bagi imbal hasil (yields) dari obligasi denominasi mata uang lokal.
20	Takatoshi Ito, Satoshi Koibuchi, Kiyotaka Sato dan Junko Shimizu (2015)/ Jepang	Eksposur Nilai Tukar, Manajemen Risiko	Regresi	Perusahaan-perusahaan yang memiliki tingkat ketergantungan yang tinggi pada perdagangan di pasar asing cenderung terkena eksposur yang lebih besar. Semakin besar porsi invoice dalam USD makin besar terkena eksposur nilai tukar, namun risiko ini dapat dikurangi dengan diterapkannya baik financial maupun operational hedging. Invoice yang dinyatakan dalam mata uang Yen dapat mengurangi eksposur nilai tukar. Intinya, perusahaan-perusahaan di Jepang menggunakan kombinasi berbagai jenis perangkat manajemen risiko untuk memitigasi tingkat risiko nilai tukar.
21	Desmiza (2015)/Indonesia	Penerapan PBI, Manajemen Risiko Utang	Deskriptif	Berdasarkan PBI tersebut, sudah semestinya korporasi Nonbank yang memiliki ULN wajib memenuhi

		Korporasi		prinsip kehati-hatian. Hal ini dilakukan untuk menghindari risiko kerugian atas valuta asing sebagai akibat dari terjadinya transaksi bisnis. Untuk melindunginya, perusahaan dapat menggunakan teknik hedging berupa produk derivative diantaranya kontrak Forward, Swap, Futures, Opsi maupun Waran. Apabila prinsip kehati-hatian ini dilanggar, maka korporasi akan diberikan sanksi administrative berupa denda teguran tertulis.
22	Basyir Ahmad, Hermanto Siregar, Tb Nur Ahmad Maulana (2017)/ Indonesia	Hedging Perusahaan Telekomunikasi	Ordinary Least Square 	Penggunaan hedging oleh perusahaan telekomunikasi di Indonesia tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan sedangkan terhadap profitabilitas memiliki pengaruh yang signifikan dan negative. Pengaruh yang negatif tersebut dikarenakan harga hedging yang tidak murah dan belum banyak yang dapat melayani kebutuhan hedging perusahaan.
23	Anuradha Tiwari (2019)/ India	Risiko Mata Uang, Strategi Hedging	Deskriptif 	Dalam melakukan transaksi keuangan antar negara, pertama sekali yang harus dilakukan adalah mendefinisikan dan mengukur risiko yang mungkin dihadapi untuk mengetahui sejauh mana risiko itu terekspos pada tiga jenis eksposur, kemudian mengatur dan mengawasinya melalui laporan keuangan lalu merumuskan strategi dengan melakukan hedging exposure untuk memitigasi risiko yang dapat dilakukan dengan menggunakan internal maupun external hedging.
<b>ISLAMIC HEDGING</b>				
24	Saadiah Mohamad dan Ali Tabatabaei (2008)	Islamic Hedging : Gambling or Risk Management	Deskriptif Kualitatif	Instrumen lindung nilai syariah harus mengikuti perkembangan kebutuhan pasar sebagaimana yang dapat disediakan oleh pasar derivatif konvensional dengan tetap memperhatikan unsur kesesuaian dengan syariah ( <i>sharia compliance</i> ). Salah satu alternative untuk short sale yang disarankan adalah kontrak Bai Salam. Sebagaimana dalam produk-produk Islam, instrumen-instrumen yang terlibat dalam kontrak salam harus memenuhi prinsip dan persyaratan baik dari segi bentuk maupun semangat syariah. Harus dipahami bahwasanya upaya penyaringan syariah ini jangan

				dipandang sebagai risiko tambahan tapi justru malah harus dianggap sebagai upaya meminimalkan risiko kerugian memilih investasi yang buruk dan diharapkan dapat memberi investor seperangkan alat manajemen risiko yang lebih unggul
25	Nor Fahimah Mohd. Razif, Shamsiah Mohamad dan Noor Naemah Abdul Rahman (2012)	Hedging dalam Keuangan Islam	Deskriptif Kualitatif	Tujuan penelitiannya adalah untuk meninjau bukti dari Qur'an dan Hadis sehubungan dengan diperbolehkan atau tidaknya penerapan hedging dengan mempertimbangkan pandangan ahli hukum klasik dan kontemporer. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa pada dasarnya diperbolehkan sepanjang memenuhi tujuan dari Syariah itu sendiri yaitu melindungi harta.
26	Azlin Alisa Ahmad dan Mustafa 'Afifi Ab. Halim (2014)	Hedging dalam Transaksi Keuangan Islam	Deskriptif Kualitatif	Terdapat perbedaan konsep antara hedging menurut Islam dengan konsep hedging konvensional. Teori Islamic Hedging harus didasarkan pada al-kharaj bi al-daman dan pendapat ahli fiqh dengan pendekatan al-ghunm bi al-ghurm. Selain itu, Islamic hedging yang tujuannya adalah untuk meminimalkan risiko hari terkait dengan kegiatan ekonomi yang riil.
27	Saadiah Mohamad, Jaizah Othman, Rosmimah Roslin, dan Othmar M. Lehner (2014)	The Use of Islamic Hedging Instruments As Non Speculative Risk Management Tools	Deskriptif Kualitatif	<i>Islamic FX, Cross Currency Swap, dan Commodity Hedging Instrument</i> dapat memenuhi kebutuhan akan instrumen hedging syariah sebagai alat manajemen risiko yang tidak bersifat spekulatif. Ditemukan juga dalam penelitian tersebut bahwa beberapa faktor yang mempengaruhi permintaan akan hedging syariah adalah dari sudut tingkat kesadaran produk ( <i>product awareness</i> ), keputusan manajemen, dokumentasi, kepemilikan, ukuran dan reputasi bank dan produknya. Dari keseluruhan faktor tersebut, yang paling dominan adalah faktor kesadaran produk yang diprosikan dengan harganya karena klien akan lebih memilih produk yang berbiaya dan berharga paling murah. Temuan lain dari penelitiannya, Mohamad mengatakan bahwa penggunaan hedging syariah masih terbatas dikarenakan kurangnya kesadaran klien akan keberadaan hedging syariah tersebut. Dibutuhkan upaya dari

				<p>lembaga keuangan terutama Bank Islam untuk membuat strategi yang dapat menarik minat klien akan produk hedging syariah. Selain itu juga perlu memahami kebutuhan, keinginan dan perilaku dari kelompok klien yang menjadi sasaran pengguna agar tetap dapat bersaing.</p>
28	Raudha Md. Ramli, Shahida Shahimi, dan Abdul Ghafar Ismail (2016)	Hedging , Studi Kasus BIMB Malaysia	Deskriptif Kualitatif	<p>Studi kasus ini memungkinkan pelajar untuk mengevaluasi kinerja BIMB sejak Juli 1983. Kemudian juga mereka dapat menentukan tipe-tipe manajemen risiko dan bagaimana memitigasinya dalam perspektif Islam. Penelitian ini mendorong mahasiswa untuk mengetahui tujuan penggunaan hedging Islami untuk mencapai kepatuhan syariah dengan mengikuti ketentuan syariah termasuk prinsip-prinsip dan tujuan.</p>
29	Istutik, Tita Irbah Rofifah (2017)	Implementasi Hedging Syariah dalam Minimalisasi Risiko atas Fluktuasi Kurs Valuta Asing (Studi Pada PT Astra Agro Lestari, Tbk)	Deksriptif Kuantitatif	<p>Penerapan Contract Forward Hedging atas liabilitas bersyah dalam mata uang asing PT Astra Agro Lestari, Tbk pada tahun 2015 dengan mengurangi nilai kerugian selisih kurs pada tahun tersebut. Akun piutang kontrak menambah saldo total aset sedangkan akun hutang kontrak akan menambah saldo total liabilitas. Contract Forward Hedging syariah dapat memberikan pengaruh positif terhadap perusahaan yang dapat dilihat dari adanya perubahan-perubahan yang membuat laporan keuangan menjadi lebih baik.</p>
30	Nafis Alam (2019)	Peraturan dan Pengawasan Penerapan Instrumen Hedging Sesuai Syariah Pada Perbankan Malaysia	Deskriptif Kualitatif	<p>Alat yang digunakan mereka untuk hedging adalah penyalarsan asset-liabilitas dan wa'd. Secara umum, lembaga keuangan tersebut tidak menggunakan instrumen hedging atau kurang motivasi untuk memanfaatkannya. Hampir setengah dari lembaga keuangan Islam yang disurvei mengetahui secara spesifik peraturan yang berkaitan dengan penggunaan hedging, namun karena tidak ada standarisasi aturan untuk lingkup dunia, penerapannya menjadi minim.</p>
31	Mufti Faraz Adam (2019)	Islamic Hedge Fund	Deskriptif Kualitatif	<p>Hedge fund yang menggunakan instrumen keuangan syariah memiliki potensi untuk memenuhi kepatuhan syariah (Syariah Compliant). Yang termasuk dalam instrument syariah</p>

				adalah Bai al Arbun, penjualan dan janji (wa'dan). Perjanjian tahawwut adalah merupakan terobosan yang membantu memformulasikan strategi manajemen risiko pada sector keuangan Islam.
32	Yunisa Fitriana (2019)	Kesiapan Penerapan Hedging Syariah Pada Perbankan Indonesia	Deskriptif Kualitatif	Menurut hasil penelitian ini industri perbankan syariah di Indonesia belum siap untuk menerapkan hedging/lindung nilai syariah sesuai Fatwa No. 96 /DSN-MUI/IV/2015. Ketidaksiapan ini disebabkan oleh beberapa aspek, diantaranya aspek regulasi, aspek internal bank dan aspek edukasi yang masih menjadi kendala.
33	Dede Abdurohman (2020)	Analisis Transaksi Lindung Nilai Syariah (Al-Tahawwuth Al Islami/ Islamic Hedging) Atas Nilai Tukar	Deskriptif Kualitatif/Library Research 	Transaksi valas dapat dilaksanakan dengan menggunakan aqad sharf, salam, dan isthisna.
<b>SIMULASI HEDGING SYARIAH</b>				
34	Rifki Ismal dan Nurul Izzati Septiana (2019)	Islamic Hedging, Dana Haji	Simulasi Forward Contract	Semakin panjang Islamic Hedging Tenor yang dipakai maka semakin baik penerapan Islamic Hedging tersebut dan waktu yang tepat untuk melakukan hedging dana haji adalah pada saat terjadi penurunan nilai Rupiah terhadap Dolar, sementara itu kondisi saat nilai Rupiah terapresiasi terhadap Riyal Arab Saudi merupakan kondisi yang tidak tepat untuk melakukan hedging dana haji.
35	Rifki (2021)	Assessing the application of Islamic and conventional hedgings in Indonesia	Simulasi Forward Contract	Hedging Islam lebih disukai daripada yang konvensional karena beberapa pertimbangan seperti jumlah bulan yang menguntungkan, pembayaran premi yang minimum dan pembayaran laba tertinggi. Namun, meskipun mekanisme hedging syariah memiliki keunggulan memiliki kurs pasar uang syariah yang lebih tinggi dibandingkan yang konvensional, namun kondisi ekonomi (khususnya pergerakan kurs IDR) harus diperhatikan juga terutama pada saat terjadinya pergerakan nilai tukar yang berfluktuasi.

Berdasarkan pemetaan terhadap hasil penelitian terdahulu maka peneliti menekankan arah disertasi ini kepada memperkuat penelitian sebelumnya mengenai

pentingnya hedging syariah dalam upaya meminimalkan risiko yang muncul akibat fluktuasi nilai tukar serta tinjauan maqashid syariah dalam penerapannya. Disertasi ini dianggap penting karena dari penelitian terdahulu belum ada yang membahas penggunaan hedging syariah dengan menggunakan objek data Utang Luar Negeri Indonesia yang disertai dengan tinjauan maqashid syariah dan hal inilah yang menjadi novelty dari disertasi ini

### **W. Kerangka Pemikiran**

Nilai Utang Luar Negeri Indonesia yang semakin lama semakin meningkat pertambahan jumlahnya dipengaruhi oleh banyak faktor. Meningkatnya pertambahan jumlah Utang Luar Negeri Indonesia disinyalir akibat pelemahan mata uang rupiah. Nilai tukar Rupiah yang cenderung mengalami pelemahan terhadap Dollar memberikan dampak pada meningkatnya nilai ULN. Meningkatnya nilai ULN di tengah fluktuasi mata uang Rupiah akan menimbulkan risiko nilai tukar. Untuk itu perlu dilakukan lindung nilai terhadap utang luar negeri melalui hedging syariah.

Hedging Syariah berdasarkan PBI Nomor 18/2/PBI/2016 Tentang Transaksi Lindung Nilai Berdasarkan Prinsip Syariah dan FATWA DEWAN SYARIAH NASIONAL Nomor : 96/DSN-MUI/IV/2015 Tentang Transaksi Lindung Nilai Syariah (*Al-Tahawwuth Al-Islami/ Islamic Hedging*) atas Nilai Tukar terdiri dari Hedging Sederhana (*Tahawwuth Al-Basith*) dan Hedging Kompleks (*Tahawwuth Al Murakkab*).

Hedging Sederhana (dengan akad *Al-Tahawwuth al-Basith*) adalah transaksi lindung nilai syariah dengan skema Forward Agreement (*Al-Muwa'adat li al-'Aqd al-Mustaqbal*) yang diikuti dengan transaksi Spot pada saat jatuh tempo serta penyelesaiannya berupa serah terima mata uang. Pada tanggal transaksi, para pihak saling berjanji (*muwa'adah*) secara tertulis untuk melakukan jual beli satu kali atau lebih atas mata uang asing pada masa yang akan datang yang meliputi kesepakatan atas mata uang yang diperjualbelikan, jumlah nominal, nilai tukar atau perhitungan nilai tukar dan waktu pelaksanaan. Pada waktu pelaksanaan, para pihak melakukan transaksi *spot (ijab-qabul)* dengan harga yang telah disepakati diikuti dengan serah

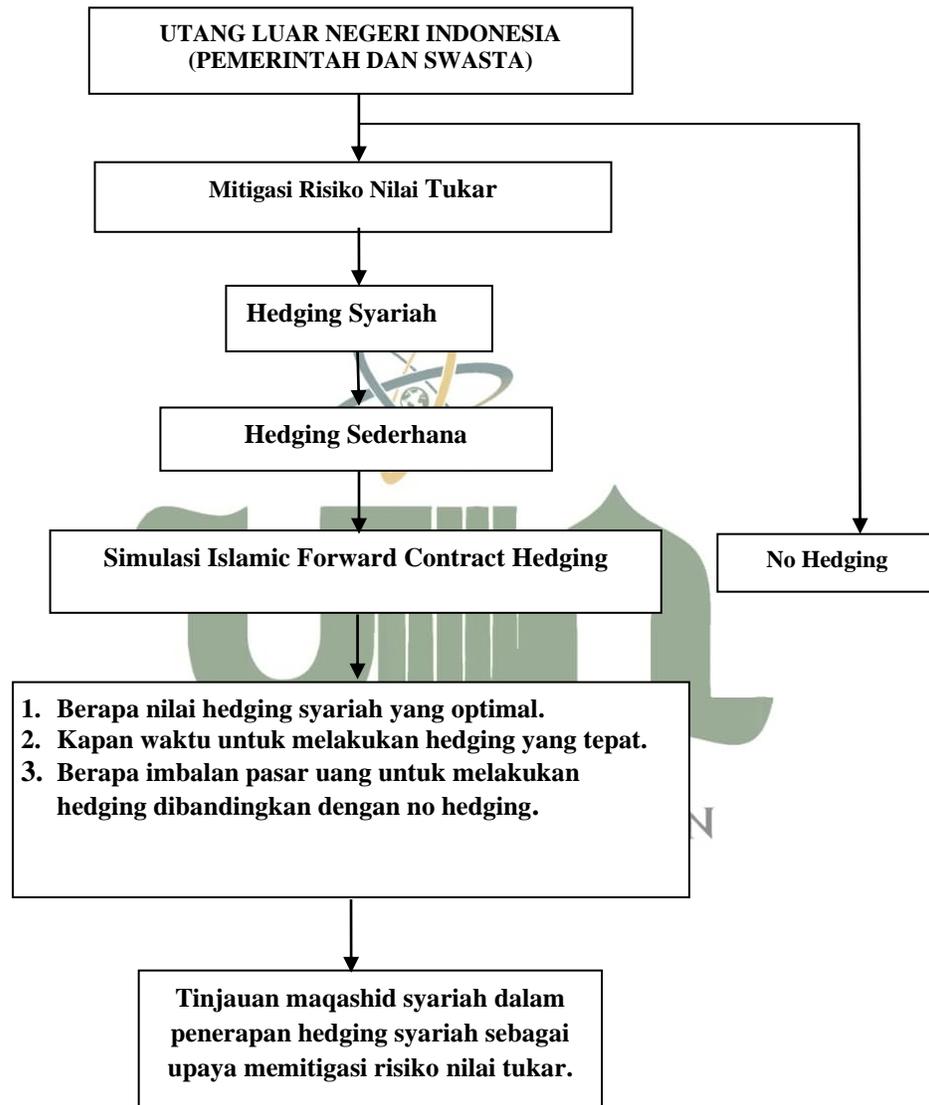
terima mata uang yang dipertukarkan. Berbeda dengan hedging sederhana, hedging kompleks (Tahawwuth al Murakkab) merupakan transaksi lindung nilai dengan skema berupa rangkaian Transaksi *Spot* dan *Forward Agreement (Al-Muwa'adat li al-'Aqd al-Mustaqbal)* yang diikuti dengan Transaksi *Spot* pada saat jatuh tempo serta penyelesaiannya berupa serah terima mata uang. Pada tanggal transaksi, para pihak melakukan transaksi jual-beli secara spot, kemudian dilanjutkan dengan saling berjanji (*muwa'adah*) baik secara tertulis maupun tidak tertulis untuk melakukan jual beli satu kali atau lebih atas mata uang asing pada masa yang akan datang meliputi kesepakatan atas mata uang yang diperjualbelikan, jumlah nominal, nilai tukar atau perhitungan nilai tukar dan waktu pelaksanaan. Pada waktu pelaksanaan, para pihak melakukan transaksi spot (ijab qabul) dengan harga yang telah disepakati diikuti dengan serah terima mata uang yang dipertukarkan.

Penelitian ini diasumsikan hanya menggunakan hedging sederhana dan dalam menganalisa data digunakan teknik simulasi *forward contract hedging* untuk dapat diambil keputusan terkait berapa nilai hedging syariah yang optimal, kapan waktu untuk melakukan hedging yang tepat dan berapa imbalan pasar uang untuk melakukan *hedging* dibandingkan *no hedging*. Sebagaimana yang dinyatakan dalam PBI no. 18/2/PBI/2016 maka transaksi lindung nilai syariah tidak dibolehkan untuk spekulatif dan harus didahului dengan *Forward Agreement* atau rangkaian *Forward Agreement*. Apabila *Forward Agreement* tidak dipenuhi maka pihak yang tidak memenuhi dapat dikenakan ganti rugi (*ta'widh*). Selain itu, dokumen dari *Forward Agreement* tidak boleh diperjualbelikan. Pada saat *Forward Agreement*, pemberi wajib memastikan pemohon menyampaikan dokumen *underlying* transaksi yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah serta dokumen pendukung berupa fotokopi identitas pemohon dan fotokopi NPWP disertai pernyataan dari pemohon yang memuat keaslian dan kebenaran dokumen *underlying* transaksi serta penggunaannya juga jumlah kebutuhan, tujuan penggunaan, dan tanggal penggunaan mata uang (apabila berupa perkiraan).

Pada bagian akhir dari penelitian ini, hasil dari simulasi yang telah diperoleh dan kemudian diperbandingkan dengan *no hedging* maka akan di analisa untuk menggambarkan temuan berupa kapan sebaiknya melakukan hedging dan berapa

imbalan pasarnya kemudian diperkuat dengan analisa dari sudut maqashid syariah bahwasanya penggunaan hedging syariah ini memang perlu.

Agar alur penelitian ini lebih mudah untuk dipahami berikut dapat dilihat gambar kerangka pemikiran dari penelitian ini :



**Gambar 2.4. Kerangka Pemikiran**