

# 1 PENDAHULUAN

## Latar Belakang

Pengelolaan dana haji di Indonesia merupakan hal krusial mengingat besarnya nominal dana haji pada Desember 2018 telah mencapai Rp 112.35 Triliun (BPKH 2018) dan lamanya masa tunggu keberangkatan calon jamaah haji yaitu tercepat selama 7 tahun dan terlama mencapai 39 tahun (Kementerian Agama 2018). Sementara itu daftar tunggu calon jamaah haji di Indonesia per April 2018 telah mencapai 3.7 juta orang (Kementerian Agama 2018 dalam Republika 2018). Dana setoran haji yang berjumlah besar dapat dimanfaatkan secara produktif agar dapat memberikan keuntungan bagi jamaah berupa penurunan BPIH dan peningkatan pelayanan (Abidin 2016).

Pemerintah pada tahun 2017 telah membentuk Badan Pengelola Keuangan Haji (BPKH) yang bertugas sebagai otoritas pengelolaan keuangan haji. Dana haji dapat dikelola oleh BPKH pada beberapa instrumen investasi salah satunya pada deposito perbankan syariah. BPKH dalam mengelola keuangan haji menetapkan 31 Bank Umum Syariah (BUS) dan Unit Usaha Syariah (UUS) sebagai Bank Penerima Setoran Biaya Penyelenggaraan Ibadah Haji (BPS-BPIH) yang memiliki tugas dan fungsi masing-masing. BPS-BPIH yang telah ditunjuk diharapkan dapat berperan dalam pengelolaan dan pengembangan dana haji sehingga memberikan manfaat yang maksimal bagi seluruh pihak.

Posisi dana haji yang telah ditempatkan pada deposito di perbankan syariah periode Desember 2018 mencapai Rp 65.43 Trilyun (BPKH 2018). Dengan adanya penunjukan perbankan syariah sebagai BPS-BPIH maka tidak menutup kemungkinan penempatan dana haji pada deposito syariah akan semakin bertambah pada periode selanjutnya. Hal ini tentunya merupakan hal yang positif bagi industri perbankan syariah di Indonesia. Selain dapat meningkatkan nilai aset juga dapat meningkatkan peran bank syariah dalam perekonomian. Penempatan dana haji pada deposito syariah juga dapat menjadi salah satu alternatif solusi likuiditas yang selama ini menjadi masalah bagi perbankan syariah di Indonesia.

Penempatan dana haji pada deposito syariah selain memberikan dampak positif juga menjadi tantangan bagi industri perbankan syariah. BPS-BPIH diharapkan dapat memenuhi ekspektasi imbal hasil yang telah ditetapkan oleh BPKH yaitu setara 6%-7% per tahun. Sementara itu pada periode tahun 2017-2018 deposito perbankan syariah memberikan imbal hasil rata-rata setara 5.67% per tahun. Sehingga ekspektasi imbal hasil yang ditetapkan oleh BPKH berada diatas rata-rata imbal hasil deposito perbankan syariah. Selanjutnya BPS-BPIH harus mampu mengelola agar penempatan dana haji tidak menjadi dana mahal yang *idle* dan dapat memberikan manfaat yang maksimal bagi pengembangannya.

Selain menetapkan ekspektasi imbal hasil BPKH juga menetapkan tingkat penerimaan risiko investasi yang diharapkan pada deposito syariah yaitu termasuk ke dalam kategori *low to medium* (BPKH 2018 dalam Republika 2018). Tingkat penerimaan risiko yang ditetapkan BPKH tersebut menjadi batasan bagi BPS-BPIH untuk memilih instrumen pengelolaandana haji yang mampu memberikan imbal hasil diatas rata-rata dengan maksimal tingkat risiko kategori sedang. Dalam pengelolaan dana haji oleh bank syariah BPKH juga mempertimbangkan

unsur likuiditas terkait dengan kebutuhan dana operasional pada saat pelaksanaan ibadah haji. Hal ini juga dapat menjadi batasan bagi bank syariah dalam pemilihan instrumen investasi mengingat kegiatan utama dari perbankan syariah adalah penyaluran pembiayaan syariah yang rata-rata memiliki jangka waktu diatas satu tahun.

Bank syariah pada praktiknya dapat mengalokasikan dana pihak ketiga pada empat alokasi antara lain (1) pembiayaan langsung ke sektor riil, (2) pembiayaan tidak langsung, melalui pembelian sekuritas syariah, penempatan di bank lain dan transaksi di pasar uang syariah, (3) penempatan pada Bank Indonesia dan (4) pembentukan cadangan internal (Ismal 2010). Jika merujuk pada ekspektasi imbal hasil maka pembiayaan syariah dapat memenuhi imbal hasil ekspektasi BPKH dan memberikan nilai tambah bagi bank syariah. Pembiayaan pada periode 2016-2018 mampu memberikan imbal hasil rata-rata sebesar 12% per tahun. Namun seiring dengan tingginya imbal hasil yang diperoleh maka pembiayaan juga cukup berisiko, mengingat adanya keterkaitan antara perolehan imbal hasil terutama untuk pembiayaan dengan pola bagi hasil dengan kinerja sektor riil.

Jika merujuk pada ekspektasi risiko dan unsur likuiditas maka bank syariah dapat memilih instrumen pasar keuangan syariah terutama surat berharga yang diterbitkan oleh pemerintah atau Bank Indonesia. Hal ini disebabkan karena tingkat pengembalian yang dijamin oleh pemerintah sehingga memiliki risiko lebih rendah jika dibandingkan dengan surat berharga yang diterbitkan oleh institusi swasta. Selain itu instrumen pasar keuangan syariah relatif lebih likuid jika dibandingkan dengan pembiayaan syariah. Instrumen pasar uang syariah memiliki jangka waktu yang pendek yaitu di bawah satu tahun, sedangkan instrumen pasar modal syariah meskipun memiliki jangka waktu yang lebih panjang namun dapat diperdagangkan di pasar sekunder. Namun demikian seiring dengan rendahnya risiko maka imbal hasil yang dapat ditawarkan oleh surat berharga pemerintah atau Bank Indonesia juga relatif rendah yaitu rata-rata di bawah 8% per tahun pada tahun 2018.

BPS-BPIH juga dapat menyalurkan dana haji pada instrumen pasar uang syariah antar bank (PUAS). Instrumen PUAS yang saat ini dapat diakses oleh BUS dan UUS masih terbatas pada instrumen Sertifikat Investasi Mudharabah Antar Bank Syariah (SIMA). Dengan kondisi penempatan dana haji yang akan dilakukan pada 31 BUS dan UUS tidak menutup kemungkinan setiap bank akan memiliki dana yang berlebih dan terjadi keengganan untuk menerima penempatan dana dari BUS atau UUS lainnya. Selain itu juga terdapat segmentasi di PUAS dimana bank syariah yang akan melakukan penempatan dana terlebih dahulu mempertimbangkan performa kinerja bank penerbit SIMA, sehingga hal ini menjadi batasan dalam penempatan dana.

Pembiayaan syariah dan instrumen pasar keuangan syariah memiliki karakteristik yang berbeda, baik dari sisi imbal hasil, risiko dan unsur likuiditas. Karakteristik pembiayaan dan pasar keuangan syariah secara umum digambarkan Tabel 1. Perbedaan karakteristik pembiayaan syariah dan instrumen pasar keuangan syariah akan menjadi pertimbangan bagi BPS-BPIH dalam pemilihan instrumen pengelolaan dana haji agar dapat memenuhi ekspektasi BPKH.

Tabel 1 Karakteristik pembiayaan dan pasar keuangan syariah

No	Instrumen	Karakteristik
1.	Pembiayaan	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Memberikan imbal hasil tertinggi</li> <li>• Imbal hasil dapat ditentukan oleh BPS-BPIH</li> <li>• Memiliki risiko tertinggi dibanding instrumen lain</li> <li>• Risiko ada pada BPS-BPIH secara langsung</li> <li>• Jangka waktu rata-rata lebih dari satu tahun</li> </ul>
2.	Pasar keuangan syariah (Pasar uang dan pasar modal)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Risiko lebih rendah dibandingkan dengan pembiayaan</li> <li>• Risiko tidak ada pada BPS-BPIH secara langsung</li> <li>• Keterbatasan alternatif instrumen di pasar</li> <li>• Imbal hasil relatif rendah dan tidak dapat melakukan penawaran (<i>take it for granted</i>)</li> <li>• Jangka waktu pendek, kurang dari satu tahun</li> <li>• Jangka waktu panjang dapat diperdagangkan di pasar sekunder</li> </ul>

Sifat imbal hasil dan risiko dalam investasi yang berbanding lurus mengakibatkan BPS-BPIH akan dihadapkan pada pilihan untuk melakukan *trade off* dalam mengelola dana haji. Keinginan untuk memperoleh imbal hasil yang lebih besar akan terkendala pada meningkatnya tingkat risiko. Sebaliknya keinginan untuk meminimalisir risiko juga akan disertai bahwa imbal hasil yang mampu ditawarkan juga turut mengecil. Dengan adanya penempatan dana haji pada perbankan syariah maka risiko pengelolaan dana haji akan berpindah dari BPKH ke bank. Sehingga BPS-BPIH harus dapat memilih strategi penempatan dana haji pada instrumen investasi yang tepat yaitu memiliki risiko yang terukur, memberikan keuntungan yang kompetitif dan dapat memenuhi ekspektasi BPKH.

BPS-BPIH dapat melakukan diversifikasi dalam pengelolaan dana haji dengan pembentukan portofolio yang tidak terkonsentrasi pada satu jenis instrumen investasi. Hal ini bertujuan untuk meminimalisir kerugian yang diperoleh apabila imbal hasil yang diperoleh tidak sesuai dengan ekspektasi. BPS-BPIH selanjutnya dapat mempertimbangkan imbal hasil dan tingkat risiko dalam pembentukan portofolio pengelolaan dana haji. Hal ini sesuai dengan Bapepam-LK (2011) dalam Azifah dan Rahayu (2015) yang menyatakan bahwa keputusan investor untuk berinvestasi berdasarkan 3 landasan yaitu kinerja *return* yang diharapkan, tingkat risiko dan bentuk hubungan antara *risk* dan *return*. Oleh karena itu diperlukan strategi yang tepat oleh BPS-BPIH dalam pembentukan portofolio pengelolaan dana haji agar dapat memberikan imbal hasil yang optimal dengan risiko yang terukur.

### Perumusan Masalah

Penunjukkan 31 BUS dan UUS sebagai BPS-BPIH oleh BPKH dalam pengelolaan dana haji memberikan dampak yang positif bagi industri perbankan syariah di Indonesia. BPS-BPIH dibatasi oleh ekspektasi imbal hasil dan risiko serta unsur likuiditas yang telah ditetapkan oleh BPKH dalam pengelolaan dana haji. Sehingga diperlukan strategi yang tepat oleh BPS-BPIH dalam pembentukan portofolio penempatan dana haji agar dapat memberikan imbal hasil yang optimal dengan risiko yang terukur.

Teori pemilihan portofolio optimal dan penelitian tentang pembentukan portofolio optimal oleh bank syariah dengan menggunakan beberapa model investasi masih sangat terbatas. Bank syariah dapat menggunakan pendekatan teori portofolio optimal dalam keuangan konvensional yaitu teori portofolio modern, yang terdiri dari teori Markowitz (1952) dan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), dan teori portofolio *post-modern* (Ascarya *et al.* 2014). Menurut Iqbal (2002) teori portofolio modern yang dikembangkan oleh Markowitz lebih sesuai dengan prinsip Islam dibandingkan dengan CAPM, karena teori Markowitz tidak mengenal aset bebas risiko dalam penentuan portofolio optimal. Secara teoritis Islam tidak mengenal aset bebas risiko dalam berinvestasi karena adanya larangan pembayaran bunga secara tetap (Derbali *et al.* 2017).

Markowitz (1952) dalam Reilly dan Brown (2006) mengembangkan teori seleksi portofolio dengan mempertimbangkan imbal hasil dan risiko investasi. Pada setiap tingkat risiko, investor hanya tertarik pada portofolio dengan ekspektasi perolehan (*expected return*) paling tinggi atau untuk setiap tingkat *expected return*, investor hanya tertarik pada risiko yang paling kecil. Selanjutnya BPS-BPIH dapat memilih kombinasi antara pembiayaan dan instrumen pasar keuangan syariah dalam pembentukan portofolio dana haji menggunakan Teori Markowitz karena lebih sesuai dengan prinsip Islam yang tidak mengenal aset bebas risiko dalam berinvestasi.

Hasil pembentukan portofolio optimal pada teori Markowitz bergantung kepada preferensi investor yang dijadikan sebagai kendala pada model (Pla-Santamaria dan Bravo 2012; Kanagaraj dan Kumar 2017). Toleransi risiko dapat menjadi kendala dalam pemilihan portofolio optimal oleh BPS-BPIH. BPS-BPIH dapat bertindak sebagai *risk lover*, *risk averse* atau *risk neutral* sesuai dengan kebijakan manajemen. Sehingga pemilihan portofolio optimal bagi setiap bank dapat berbeda sesuai dengan perilaku risiko masing-masing.

Berdasarkan latar belakang masalah di atas, maka rumusan masalah yang akan dijawab dalam penelitian ini adalah :

1. Bagaimana profil *return* dan risiko instrumen pembiayaan, pasar uang syariah dan pasar modal syariah yang dapat dipilih BPS-BPIH dalam mengelola dana haji?
2. Bagaimana kombinasi portofolio yang dapat terbentuk dalam pengelolaan dana haji oleh BPS-BPIH sesuai dengan imbal hasil yang diharapkan dan risiko yang dapat diterima oleh BPKH?
3. Bagaimana kombinasi portofolio optimal pengelolaan dana haji yang sesuai dengan perilaku risiko BPS-BPIH sebagai *risk lovers*, *risk averse* atau *risk neutral*?

### Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan permasalahan yang telah dijelaskan di atas maka tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

- a. Menganalisis profil *return* dan risiko instrumen pembiayaan, pasar uang syariah, dan pasar modal syariah yang dapat dipilih dalam mengelola dana haji
- b. Mengidentifikasi portofolio yang dapat terbentuk dalam pengelolaan dana haji oleh BPS-BPIH sesuai dengan imbal hasil yang diharapkan dan risiko yang dapat diterima oleh BPKH

- c. Merekomendasikan portofolio optimal dalam mengelola dana haji yang sesuai dengan perilaku risiko BPS-BPIH sebagai *risk lovers*, *risk averse* atau *risk neutral*

### Manfaat Penelitian

- a. Bagi BUS dan UUS yang ditunjuk sebagai BPS-BPIH dapat memberikan gambaran instrumen investasi yang akan dipilih dalam pengelolaan dana haji.
- b. Bagi BPKH, dapat memberikan gambaran manfaat pengelolaan dana haji melalui perbankan syariah
- c. Bagi regulator, dapat bermanfaat sebagai referensi dalam penetapan kebijakan terkait pengelolaan dana haji melalui bank syariah yang bermanfaat bagi semua pihak
- d. Bagi akademisi, dapat bermanfaat bagi pengembangan ilmu pengetahuan tentang pengelolaan dana haji dan sebagai referensi untuk penelitian lebih lanjut.
- e. Bagi Masyarakat/ Jamaah Haji, pengelolaan dana haji yang optimal dapat memberikan manfaat dalam penyelenggaraan ibadah haji.
- f. Bagi DSN-MUI, dapat bermanfaat sebagai referensi dalam penetapan fatwa atau kebijakan terkait pengelolaan dana haji melalui bank syariah

### Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian ini terbatas pada kajian mengenai profil imbal hasil dan risiko portofolio pada pengelolaan dana haji yang ditempatkan di BPS-BPIH. Faktor makroekonomi lain seperti inflasi, nilai tukar, pertumbuhan ekonomi, dan lain-lain tidak termasuk di dalam penelitian ini dan diasumsikan telah tereflikasikan pada imbal hasil (kinerja) instrumen pembiayaan, pasar uang dan pasar modal syariah. Pembahasan hanya dilakukan terhadap alokasi dana haji oleh perbankan syariah pada pembiayaan dan instrumen pasar keuangan syariah antara lain pembiayaan murabahah, mudharabah, musyarakah, FASBIS, SBIS, SIMA, dan SBSN. Data histori yang akan digunakan dalam penelitian terbatas pada periode 2010 – 2018.

## 2 TINJAUAN PUSTAKA

### Badan Pengelola Keuangan Haji

Badan Pengelola Keuangan Haji (BPKH) merupakan lembaga independen yang dibentuk pada tahun 2017 untuk melakukan pengelolaan keuangan haji. Landasan hukum pengelolaan keuangan haji oleh BPKH adalah Undang-Undang No 34 tahun 2014 dan Peraturan Presiden No 5 tahun 2018. Keuangan haji menurut Undang-Undang No 34 Tahun 2014 tentang Pengelolaan Keuangan Haji merupakan semua hak dan kewajiban pemerintah yang dapat dinilai dengan uang terkait dengan penyelenggaraan ibadah haji serta semua kekayaan dalam bentuk uang atau barang yang dapat dinilai dengan uang sebagai akibat pelaksanaan hak