

## **BAGAIMANA KEUANGAN ISLAM MENGGUNAKAN FAKTOR DISKONTO DALAM CAPITAL BUDGETING DECISION?**

### **Abstract**

*In the conventional financial management, the method of calculating the capital budgeting decision using NPV and IRR, which both use the interest rate as one of its component count (as a discount factor). Then, how Islamic financial management sees this? With the research methods of literature study, this paper is about the financial outlook of Islam the methods of NPV and IRR as well as finding out what the proper method for capital budgeting decision. Results of the study were that in the process capital budgeting decision, the use of NPV and IRR methods are allowed (according Obaidullah, Prof. Shabir F.Ulgener, and Zarqa). The interest rate in the calculation only as a means of simplification and ease in the calculation. The use of a list of compound interest rate (compounded interest) is a tool to calculate the expected rate today and the future. It can be said that the Islamic finance uses a list of compound interest rate as a tool for simplify the calculation, just as a comparison level of opportunity cost in alternative investments. The level of interest in the calculation of these can be replaced with a comparator, such as: the return on the sukuk, the profit sharing ratio, and the return on investment or other real instruments in Islam.*

**Keywords:** *Capital budgeting decision, NPV, IRR, Opportunity Cost, Islamic Finance.*

### **Abstrak**

Dalam manajemen keuangan konvensional, metode penghitungan dalam Capital budgeting decision menggunakan metode NPV dan IRR, dimana keduanya menggunakan tingkat bunga sebagai salah satu komponen hitungannya (sebagai faktor diskonto). Lalu, bagaimana manajemen keuangan Islam memandang hal tersebut? Dengan metode penelitian study literature, tulisan ini membahas tentang pandangan keuangan Islam terhadap metode NPV dan IRR serta mencari tahu metode seperti apa yang tepat dalam melakukan capital budgeting decision. Hasil penelitian yang didapat adalah bahwa dalam proses capital budgeting decision, penggunaan metode NPV dan IRR diperbolehkan (menurut Obaidullah, Prof. Shabir F.Ulgener, dan Zarqa). Tingkat suku bunga dalam penghitungan tersebut hanya sebagai alat penyederhanaan dan mempermudah dalam penghitungan tersebut. Penggunaan daftar tingkat bunga majemuk (compounded interest) merupakan alat untuk menghitung tingkat pengembalian yang diharapkan saat ini dan masa mendatang. Dapat dikatakan bahwa keuangan Islam menggunakan daftar tingkat bunga majemuk sebagai alat untuk mempermudah perhitungan saja, hanya sebagai pembanding tingkat opportunity cost pada investasi alternatif. Tingkat bunga dalam penghitungan tersebut bisa digantikan dengan pembanding lainnya, seperti: tingkat pengembalian sukuk, nisbah

bagi hasil, maupun tingkat pengembalian investasi atau instrumen riil lainnya dalam Islam.

**Kata kunci:** Capital budgeting decision, NPV, IRR, Opportunity Cost, Keuangan Islam.

## **PENDAHULUAN**

Dalam sebuah perusahaan, kondisi dan ketahanan keuangan merupakan hal yang sangat penting dan merupakan faktor utama dari keberlangsungan sebuah perusahaan. Salah satu komponen dalam sistem keuangan perusahaan adalah investasi. Seorang manajer keuangan perusahaan harus memikirkan jenis investasi apa yang harus diambil oleh perusahaan, baik itu jangka panjang maupun jangka pendek. Selain itu, dari sekian banyak jenis investasi yang tersedia bagi perusahaan, manajer keuangan juga harus mengevaluasi investasi mana saja yang bernilai bagi perusahaan, karena tidak semua jenis investasi yang tersedia mampu meningkatkan nilai perusahaan tersebut. Aktivitas mengevaluasi jenis investasi tersebut dinamakan keputusan berinvestasi (*investment decision*) atau *capital budgeting decision*. *Capital budgeting decision* tidak hanya untuk mendapatkan aset tetap saja, tetapi juga mencakup dua hal lainnya, yaitu: bahwa investasi atau proyek tersebut memberikan dana yang cukup besar untuk saat ini dan keuntungan yang diharapkan atas investasi tersebut terus mengalami pertumbuhan untuk periode-periode berikutnya.

Ada bermacam-macam bentuk investasi yang dapat dilakukan perusahaan, antara lain: pembelian mesin baru, pendirian pabrik atau cabang perusahaan baru, menciptakan produk baru, memperluas jaringan pasar, investasi pada penelitian dan pengembangan produk (R & D), dan masih banyak lagi. Dalam pandangan keuangan Islam, tugas seorang manajer keuangan perusahaan tidak hanya membesarkan aset dan meningkatkan nilai perusahaan. Namun lebih dari itu. Seorang manajer keuangan secara Islam mempunyai dua tugas utama dalam perannya mengelola keuangan perusahaan, yaitu: pertama, seperti tugas seorang manajer keuangan pada umumnya, ia harus mengidentifikasi investasi-investasi atau proyek yang tidak hanya mampu menciptakan sebuah nilai bagi perusahaan, tetapi juga mampu memaksimalkan nilai dan kekayaan para *shareholder*. Kedua, investasi tersebut sesuai dengan syariah Islam dan mencapai level tertinggi dalam etika bisnis Islam.

Dalam sistem manajemen keuangan selama ini, ada bermacam cara yang perlu dilakukan manajer keuangan untuk mengevaluasi jenis investasi yang baik bagi perusahaan. Pada dasarnya, *capital budgeting decision* menggunakan prinsip membandingkan keuntungan yang akan didapat dengan biaya yang harus dikeluarkan atas investasi tersebut. Jika tingkat keuntungan yang akan diharapkan lebih tinggi dari tingkat biayanya, maka dapat dikatakan investasi tersebut memiliki nilai *net benefits* yang positif dan sebaliknya. Sebuah investasi yang baik bagi perusahaan adalah investasi dengan nilai *net benefits* positif. Sebuah investasi dengan nilai *net benefits* positif mampu meningkatkan nilai perusahaan dan kekayaan *shareholder*. Setelah manajer keuangan mengetahui investasi mana saja yang memiliki nilai *net benefits* yang positif, maka langkah selanjutnya adalah memilih jenis investasi yang memiliki nilai *net benefits* positif yang paling besar.

Namun dalam praktiknya, penghitungan tingkat keuntungan yang akan didapat dan tingkat biaya yang dikeluarkan atas investasi merupakan hal yang susah dilakukan. Mungkin, ketika menghitung tingkat biaya yang harus dikeluarkan (biaya modal) merupakan hal yang relatif lebih mudah untuk dilakukan daripada mengestimasi tingkat keuntungan yang akan didapat, karena tingkat keuntungan yang akan didapat tidak bisa dipastikan di awal dan dipengaruhi oleh berbagai faktor kondisi ekonomi dimasa mendatang dimana kita belum mengetahuinya, sekalipun bisa perhitungan tersebut tidak bisa dipercaya secara akurat.

Oleh karena itu, dalam tulisan ini akan dibahas mengenai penghitungan tingkat keuntungan investasi secara konvensional sekaligus pandangan manajemen keuangan Islam terhadap metode penghitungan tersebut.

## **KAJIAN PUSTAKA**

Sebelum membahas konsep manajemen keuangan Islam tentang metode penghitungan dalam *capital budgeting decision*, ada baiknya untuk mengetahui terlebih dahulu metode yang digunakan dalam manajemen keuangan konvensional selama ini. Dalam manajemen keuangan konvensional, ada beberapa cara yang bisa dilakukan untuk membandingkan tingkat keuntungan yang akan didapatkan dimasa mendatang dengan tingkat biaya yang harus dikeluarkan atas investasi

tersebut untuk mengevaluasi jenis investasi yang baik bagi perusahaan. Pada tulisan ini, cara penghitungan yang akan dibahas adalah cara yang paling sering digunakan dalam *capital budgeting decision* secara konvensional.

### ***Net Present Value (NPV)***

*Net Present Value* (NPV) merupakan metode untuk mengukur tingkat kontribusi masing-masing proyek atau investasi terhadap pertumbuhan kekayaan *shareholder*. Dari sekian banyak metode *capital budgeting decision*, metode NPV sangat disukai oleh manager keuangan karena metode ini fokus pada peningkatan kekayaan *shareholder* dan hanya membutuhkan beberapa asumsi saja. Langkah-langkah yang harus dilakukan saat membuat *capital budgeting decision* dengan metode ini antara lain:

- a. Meramalkan arus kas masa depan atas suatu proyek atau investasi yang akan diambil.
- b. Mengestimasi *opportunity cost* yang terjadi atas modal. *Opportunity cost* adalah pertimbangan atas ekspektasi *return* yang akan diberikan dari investasi alternatif yang lain dengan risiko yang sama dibandingkan dengan tingkat *return* yang akan kita terima atas investasi yang kita pilih.
- c. Memperhitungkan nilai sekarang dari arus kas di masa mendatang dengan mengabaikan nilai *opportunity cost*. Nilai sekarang dari arus kas tersebut menunjukkan jumlah maksimum yang harus dibayar oleh investor (perusahaan) atas investasinya tersebut.
- d. Membandingkan nilai sekarang dari penjumlahan seluruh arus kas di masa mendatang dengan nilai sekarang dari seluruh pengeluaran investasi. NPV menunjukkan selisih antara nilai sekarang dari arus kas di masa mendatang dengan pengeluaran investasi. Jika NPV menghasilkan nilai positif (lebih dari 0), maka investasi tersebut baik untuk dilakukan. Jika NPV menghasilkan nilai negatif, maka investasi buruk untuk dilakukan.

$$\text{Rumus: } NPV = \sum A_t / (1+K)^t - C ,$$

dimana  $A_t$  = arus kas masuk tahun 1, 2, 3, dst

$K$  = biaya modal

C = biaya (beban) pengeluaran atas investasi

- e. Mengurutkan semua investasi yang mempunyai nilai NPV positif. Investasi atau proyek dengan nilai NPV terbesar bisa dipertimbangkan untuk dilakukan.

Penambahan NPV atas investasi dapat dilihat dari harga saham yang tinggi. Metode NPV merupakan alat bantu untuk menganalisis bagi investor bisnis pasar uang. Investasi dengan NPV negatif akan menurunkan kekayaan *shareholder*. Dari sini bisa disimpulkan bahwa perhitungan NPV bisa digunakan dengan asumsi pasar dalam kondisi efisien, dimana terlihat jelas antara perubahan faktor fundamental perusahaan dengan nilai pasar perusahaan tersebut yang dapat dilihat dari harga sahamnya.

Brigham (2010: 40) menyebutkan bahwa nilai sekarang (*present value*, PV) dari arus kas yang jatuh tempo dalam N tahun merupakan jumlah yang jika dimiliki saat ini akan tumbuh menjadi sebesar jumlah yang diberikan di masa mendatang (*future value*, FV). Penghitungan nilai sekarang dari arus kas atau serangkaian arus kas disebut pendiskontoan (*discounting*). Pendiskontoan (*discounting*) merupakan kebalikan dari pemajemukan (*compounding*). Jika mengetahui PV, maka kita dapat memajemukannya untuk menghasilkan FV. Sebaliknya, jika mengetahui FV, maka kita dapat mendiskontokannya untuk menghasilkan PV.

Dalam keuangan konvensional, penghitungan pendiskontoan menggunakan tingkat suku bunga dan akan mempengaruhi nilai sekarang yang akan didapatkan. Nilai sekarang akan makin cepat mengalami penurunan apabila tingkat bunga makin tinggi. Selain itu, nilai sekarang akan makin cepat mengalami penurunan dan mendekati nol seiring dengan makin jauh jatuh temponya di masa mendatang.

### ***Internal Rate of Return (IRR)***

Metode selain NPV adalah *internal rate of return* (IRR). IRR dilakukan dengan cara melakukan pendiskontoan arus kas hingga menghasilkan nilai NPV sama dengan nol, dimana IRR adalah tingkat bunga yang mendiskonto arus kas hingga NPV mencapai nilai nol. Dengan metode IRR ini, nilai sekarang dari arus kas di masa mendatang akan bernilai sama dengan biaya (beban) pengeluaran atas investasi. Berdasarkan metode ini, maka dapat dikatakan bahwa suatu investasi menawarkan tingkat penghasilan yang lebih tinggi dari *opportunity cost*.

Persamaan:  $IRR: NPV = 0$

$$\sum A_t / (1+R)^t - C = 0$$

$$\sum A_t / (1+R)^t = C, \text{ dimana } R \text{ adalah IRR}$$

Penghitungan dengan metode IRR akan menghasilkan hasil yang sama dengan metode NPV. Saat tingkat pengembalian yang diberikan lebih besar dari *opportunity cost*, maka NPV investasi tersebut menghasilkan nilai lebih besar dari nol. Saat tingkat pengembalian yang diberikan lebih kecil dari *opportunity cost*, maka NPV investasi tersebut menghasilkan nilai negatif atau kurang dari nol. Oleh karena itu, dapat dikatakan bahwa pola tingkat pengembalian sama dengan pola NPV.

Dalam praktiknya, metode NPV lebih sering digunakan untuk pengambilan keputusan investasi daripada metode IRR, karena metode IRR mengandung teori dan penghitungan yang lebih rumit dari NPV.

## **METODE PENELITIAN**

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *study literature* (kajian pustaka) dengan menggunakan konsep pemikiran postmodern. Dalam penelitian dengan konsep postmodern, ilmu pengetahuan tidak bersifat objektif dan mutlak, melainkan bersifat subjektif dan merupakan interpretasi dari manusia itu sendiri dan bersifat tidak mengikat, sehingga kebenarannya bersifat relatif. Penelitian postmodern merupakan bagian dari penelitian kepustakaan dan merupakan penelitian lanjutan untuk menghasilkan pembaruan dari teori-teori yang sudah ada dengan mempertimbangkan fakta sosial yang ada saat ini. Salah satu tokoh dari konsep penelitian postmodern adalah Jean Francois Lyotard (Setiawan dan Sudrajat, 2018). Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah melalui dokumentasi berupa kajian buku-buku referensi dan jurnal yang berkaitan dengan topik pembahasan. Selanjutnya, metode analisis data yang digunakan adalah interpretasi, deskripsi, dan komparasi mengenai konsep *capital budgeting decision* dalam pandangan beberapa tokoh ekonom konvensional dengan tokoh ekonom Islam.

## **HASIL DAN PEMBAHASAN**

### **Pandangan Islam tentang *Discounting* dan *Compounding***

Seperti yang telah disebutkan di atas, teknik pengambilan keputusan berinvestasi (*capital budgeting decision*) dalam manajemen

keuangan perusahaan selama ini telah menggunakan dua teknik di atas dan masih terdapat banyak teknik penghitungan lainnya, dimana semua teknik tersebut memakai teknik pendiskontoan atau tingkat bunga. Penggunaan teknik pendiskontoan atau tingkat bunga inilah yang masih diperdebatkan dalam manajemen keuangan Islam, dimana penggunaan bunga diharamkan praktiknya karena memberikan dampak buruk bagi masyarakat, baik dari sisi sosial maupun ekonomi (Hidayat, 2010: 72).

Sering sekali muncul pertanyaan, apakah penggunaan tingkat bunga nol akan menghilangkan tingkat efisiensi dalam berinvestasi? Selain itu, adapun sebagian masyarakat atau institusi yang telah menghindari bunga, ternyata masih saja berpedoman pada tingkat bunga majemuk. Lalu, bagaimana solusi dalam keuangan Islam melihat hal tersebut?

Obaidullah (2007: 37) mengatakan bahwa tingkat suku bunga dalam penghitungan tersebut hanya sebagai alat penyederhanaan dan mempermudah dalam penghitungan tersebut. Tingkat suku bunga mencerminkan biaya peluang (*opportunity cost*) investor atau tingkat pengembalian yang diharapkan dari aktivitas investasinya atas jenis investasi alternatif lainnya yang menggunakan basis bunga sebagai tingkat pengembaliannya.

Penggunaan daftar tingkat bunga majemuk (*compounded interest*) merupakan alat untuk menghitung tingkat pengembalian yang diharapkan saat ini dan masa mendatang. Penggunaan tingkat bunga sebagai tingkat pertumbuhan atau tingkat pengembalian atas investasi merupakan tradisi keuangan modern dan keuangan Islam akan bisa dengan mudah mengabaikan penggunaan tingkat bunga tersebut. Dapat dikatakan bahwa keuangan Islam menggunakan daftar tingkat bunga majemuk sebagai alat untuk mempermudah perhitungan saja. Untuk kepentingan hal tersebut, daftar tingkat bunga majemuk bisa dinamakan sebagai “Tabel Pertumbuhan Investasi Berkala” atau sebutan apapun yang menyampaikan makna dan tujuan sesungguhnya secara jelas.

Selama ini, manajemen keuangan Islam menggunakan konsep *time value of money* dalam proses evaluasi investasi. Manajemen keuangan Islam juga menggunakan konsep *opportunity cost* atas investasi sebagai tingkat pendiskontoan yang mengasumsikan bahwa sumber daya yang diterima lebih awal mempunyai keuntungan untuk diinvestasikan lebih lama. Secara implisit dapat diasumsikan bahwa keuntungan untuk

menginvestasikan proyek-proyek tersebut memang ada. Asumsi tersebut dapat diterapkan pada sebagian besar jenis investasi. Oleh karena itu, metode NPV atau IRR sangat dibutuhkan untuk diterapkan pada proses evaluasi investasi. Namun ada beberapa pengecualian, yaitu membenaran mengenai pemakaian metode diskonto saja tidak cukup, harus dihilangkan.

Pada beberapa kasus, berkurangnya keuntungan investasi disebabkan oleh faktor internal maupun eksternal perusahaan. Saat keuntungan investasi tersebut berkurang, dapat dikatakan bahwa *opportunity cost* atas investasi bernilai positif. Menariknya, tidak adanya membenaran mengenai masalah tersebut menyebabkan timbulnya berbagai macam permasalahan penghitungan yang serius pada sistem keuangan. Contohnya, ketika metode NPV dan IRR dibandingkan, bentuk seperti itulah yang lebih disukai. Poin utama pembeda antar kedua metode tersebut, antara lain:

- a. Penghitungan NPV mengasumsikan bahwa arus kas perusahaan diinvestasikan kembali sebagai biaya atas modal (K), sedangkan IRR mengasumsikan bahwa arus kas perusahaan diinvestasikan kembali sebagai IRR (R).
- b. Metode IRR memberikan solusi jawaban mengenai tingkat pengembalian ketika bentuk arus kas berupa non-konvensional, misal arus kas keluar juga diletakkan pada periode mendatang.

Metode ini ditujukan untuk menyelesaikan perbedaan pada poin a atau memberikan solusi pada poin b, antara lain:

- a.) memperhitungkan tingkat penginvestasian kembali di seluruh periode.
- b.) membiarkan arus kas masuk untuk tumbuh sesuai dengan tingkat penginvestasian kembalinya masing-masing.
- c.) menjumlahkan seluruh arus kas masuk yang akan diterima di kemudian hari pada waktu tertentu.
- d.) mendiskontokan penjumlahan tersebut pada masa sekarang dengan menggunakan biaya modal sebagai tingkat diskonto, lalu dikurangi dengan beberapa biaya (beban) pengeluaran investasi untuk menghasilkan Net Present Value (NPV).
- e.) alternatif untuk langkah d adalah dengan membiarkan biaya pengeluaran investasi atau proyek terus bertambah sebagai biaya

modal hingga waktu tertentu, lalu mengurangi nilai masa depan dari biaya (beban) pengeluaran proyek dengan nilai masa depan dari arus kas masuk perusahaan, sehingga menghasilkan Net Future Value. Cara penghitungan d) dan e) akan menghasilkan nilai yang sama.

Poin b di atas juga dapat diselesaikan dengan solusi yang sama (lima langkah di atas). Jika ada tambahan berupa terdapat arus kas keluar perusahaan, maka biarkan arus kas keluar perusahaan tersebut terus bertambah sebagai biaya modal hingga waktu tertentu, lalu temukan nilai net future value. Oleh karena itu, metode yang benar menurut pandangan Islam ialah sebagai berikut:

- a. Tingkat pendiskontoan untuk arus kas-arus kas masuk perusahaan menggunakan tingkat penginvestasian kembali masing-masing arus kas masuk tersebut. Jika tingkat penginvestasian kembali pada periode tersebut bernilai nol, maka nilai arus kas masuk tersebut akan digandakan atau dimajemukkan pada tingkat nol.
- b. Tingkat pemajemukan atau tingkat penggandaan atau tingkat pendiskontoan untuk arus kas keluar merupakan biaya modal.

Selanjutnya, biaya modal tidak sama dengan tingkat bunga, melainkan merupakan biaya atas sumber pendanaan yang diperbolehkan, yaitu modal. Perlu diingat bahwa tingkat bunga ( $i$ ) tidak diperbolehkan dalam keuangan Islam, dimana biaya atas modal (atau aset berisiko apapun lainnya yang diperbolehkan dalam Islam) ditetapkan sebagai tingkat bunga ( $i$ ) ditambah dengan risiko premium yang sesuai ( $\theta$ ), bentuk rumusnya yaitu:  $i+\theta$ , sebagai tingkat pendiskontoan atau pemajemukan yang tidak diharamkan, selama merupakan tingkat pengembalian atas aktivitas yang berisiko dan diperbolehkan dalam Islam.

### **Perbedaan Pandangan oleh Para Ekonom Islam**

Selain Obaidullah, ada beberapa perbedaan pandangan lain dari para ahli ekonomi Islam mengenai penggunaan tingkat bunga sebagai faktor diskonto dalam penghitungan *discounting* maupun *compounding*. Dalam bukunya, Hidayat (2010: 76) menjelaskan perbedaan pandangan tersebut. Beberapa memperbolehkan, beberapa lainnya mengharamkan.

Prof. Shabir F.Ulgener mewakili pendapat yang membolehkan tingkat bunga digunakan sebagai faktor diskonto. Menurutnya, penggunaan tingkat bunga sebagai suatu surplus (riba) dengan sebagai faktor penghitungan yang efisien dalam ekonomi harus dibedakan. Sama halnya dengan pendapat Obaidullah di atas, secara tidak langsung Ulgener menyatakan bahwa penggunaan tingkat bunga dalam penghitungan *discounting* maupun *compounding* hanya sebagai alat untuk memudahkan penghitungan saja, tidak ada kaitannya dengan penggunaan bunga (riba) tersebut secara riil, hanya sebagai pembanding saja. Selain itu, Zarqa (1992) dalam Hidayat (2010: 76) menyebutkan bahwa ekonom sepakat bahwa mengabaikan diskonto dalam capital budgeting decision justru akan menyebabkan hilang efisiensi, padahal Islam justru menghendaki konsep efisiensi melalui pelarangan *israf* (sesuatu yang berlebihan). Hanya saja Zarqa tidak menghendaki tingkat bunga sebagai faktor diskontonya. Zarqa menyarankan untuk menggunakan *rate of return* dari aset investasi berisiko lainnya, seperti saham dengan menggunakan ukuran rasio *earning per share* (EPS) dibanding tingkat harga saham (E/P). Sama halnya dengan konsep *Cost of Capital Modigliani-Miller*, Zarqa berpedoman bahwa setiap aset mempunyai *rate of return* yang berbeda-beda, sehingga disarankan bahwa faktor diskonto dalam penghitungan *discounting* maupun *compounding* menggunakan *rate of return* investasi lainnya, yang lebih riil (menggambarkan *opportunity cost* yang sesungguhnya). Dari pendapat dua ahli ekonom Islam tersebut dapat disimpulkan bahwa penggunaan tingkat bunga tertentu dalam penghitungan *discounting* maupun *compounding* hanya sebagai faktor diskonto saja untuk kepentingan efisiensi dan tidak ada kaitannya dengan penggunaan bunga (riba) secara riil. Untuk kepentingan tersebut, sangat disarankan untuk menggunakan *rate of return* jenis investasi lainnya. Sehingga perlu dibedakan antara *discount rate* dengan *interest rate*.

Selanjutnya, M. Akram Khan (1992) dalam Hidayat (2010: 77) mewakili pendapat yang menentang penggunaan suatu *rate* (dalam hal ini adalah tingkat bunga) sebagai faktor diskonto. Khan menyebutkan bahwa konsep time value of money bukanlah sebuah konsep yang layak digunakan dalam lingkup rasional. Menurutnya, penerimaan konsep diskonto dapat mengarah pada bunga dan membuka pintu belakang bagi masuknya riba. Selain itu, dia juga menambahkan bahwa untuk

mengukur tingkat efisiensi tidak harus menggunakan pembandingan tingkat bunga, namun bisa menggunakan faktor lain seperti proses manajerial, sehingga faktor diskonto bukan satu-satunya penentu tingkat efisiensi.

Selain Khan, Qardhawi dalam Huda (2009: 13) yang meninjau dari sudut fiqh mengatakan bahwa bunga bank (digunakan sebagai faktor diskonto) sama dengan riba yang hukumnya jelas-jelas haram. Sebagian kalangan ada yang menghalalkan bunga komersial (bunga dalam rangka usaha) dan mengharamkan bunga konsumtif (bunga dalam rangka memenuhi kebutuhan sehari-hari). Namun Qardhawi menyatakan bahwa baik bunga komersial dan bunga konsumtif, keduanya haram.

Penulis agaknya sedikit tidak menerima pendapat Khan tidak sepenuhnya karena tingkat efisiensi di sini yang dimaksud adalah penghitungan tingkat efisiensi untuk tiap-tiap jenis investasi yang tersedia sebelum pada akhirnya dipilih oleh manajer keuangan sebagai proyek perusahaan. Manajer keuangan perlu mengevaluasi jenis investasi mana saja yang cukup efisien untuk diambil. Proses pengevaluasian tersebut dapat dilakukan dengan menggunakan satu perbandingan (faktor diskonto), yaitu nilai *opportunity cost* atas investasi alternatif lainnya diluar pilihan-pilihan investasi tersebut. Dalam hal ini, Obaidullah dan Ulgene menyarankan untuk menggunakan *opportunity cost* pada saham, sukuk, atau aset-aset riil lainnya. Namun bila penghitungan faktor diskonto tersebut dirasa kurang efisien, maka diperbolehkan menggunakan tingkat bunga bank, hanya sebagai alat hitung saja.

### **Risiko dan Ketidakpastian pada *Capital Budgeting***

Input utama dalam proses analisis DCF adalah arus kas masa mendatang sebuah investasi. Karena berhubungan dengan kondisi di masa mendatang, maka arus kas di masa mendatang tidak mungkin terjadi secara pasti. Risiko pengeluaran seharusnya juga dianggap sebagai variabel pertimbangan dalam proses evaluasi sebuah keputusan investasi. Dalam konteks *capital budgeting decision*, kita akan membutuhkan suatu akun tambahan dalam penghitungan NPV suatu investasi atau proyek, yaitu sebuah pengukuran risiko yang berhubungan dengan NPV. Tingkat risiko pada NPV diukur sebagai  $\sigma_{NPV}$  yang bisa dihitung dengan berbagai cara. Teori probabilitas merupakan metode untuk menghitung risiko. Daripada mengasumsikan arus kas

bernilai pasti, kemudian mencari nilai sekarang dan NPV masing-masing, maka dengan metode ini kita akan mengasumsikan bahwa tiap-tiap arus kas mempunyai distribusi probabilitas masing-masing. Rata-rata dan standar deviasi dari tiap-tiap variabel kemudian dikombinasikan untuk menghasilkan  $\sigma_{NPV}$  (ukuran risiko investasi). Setelah kita mengetahui nilai NPV dan  $\sigma_{NPV}$  tiap-tiap investasi atau proyek, maka hal ini akan memudahkan untuk mengidentifikasi jenis portofolio investasi atau proyek mana yang efisien. Hal tersebut tergantung pada perilaku investor terhadap risiko. Pada hukum efisiensi dikatakan bahwa risiko ( $\sigma_{NPV}$ ) yang lebih tinggi akan mendapatkan *return* (NPV) yang lebih tinggi pula.

Bagaimanapun, dalam praktiknya, manajer keuangan akan menghadapi proyek atau investasi yang tidak dapat dibagi secara sempurna seperti yang dijelaskan di atas (tidak seperti aset finansial), sekalipun ada, maka jumlahnya pun terbatas. Oleh karena itu, hukum efisiensi tersebut pada proyek atau investasi di kehidupan sehari-hari merupakan sebuah hukum probabilitas yang lebih dari sekadar teori. Langkah awal dalam menganalisis risiko adalah mengestimasi distribusi probabilitas pada tiap-tiap arus kas dan manajer keuangan bisa menghentikan perolehan distribusi probabilitas yang sesungguhnya. Bahkan, mereka bisa memilih berbagai teknik yang ada seperti analisis sensitivitas yang merupakan bagian dari penghitungan tingkat risiko pada investasi atau proyek terkait. Dalam penerapannya, salah satu contoh pada struktur modal di bank syariah. Bank syariah juga tidak bisa terlepas dari risiko-risiko yang ada. Tidak ada risiko suku bunga, tetapi yang perlu diperhatikan oleh bank-bank syariah adalah risiko atas mata uang dalam negeri dan luar negeri yang sangat fluktuatif (Shubber, 2008).

### **Evaluasi Investasi untuk Mempromosikan Nilai-Nilai Islam**

Selama ini, manajemen keuangan Islam menggunakan konsep *time value of money* untuk menggantikan konsep pendiskontoan keuntungan masa depan dalam proses evaluasi investasi. Manajemen keuangan Islam juga menggunakan konsep *opportunity cost* atas investasi sebagai tingkat pendiskontoan yang mengasumsikan bahwa sumber daya yang diterima lebih awal mempunyai keuntungan untuk diinvestasikan lebih lama. Secara implisit dapat diasumsikan bahwa keuntungan untuk menginvestasikan proyek-proyek tersebut memang ada. Asumsi

tersebut dapat diterapkan pada sebagian besar jenis investasi. Oleh karena itu, metode NPV atau IRR sangat dibutuhkan untuk diterapkan pada proses evaluasi investasi. Namun ada beberapa pengecualian, yaitu membenaran mengenai pemakaian metode diskonto saja tidak cukup, melainkan metode tersebut harus dihilangkan. Pada beberapa kasus, berkurangnya keuntungan investasi disebabkan oleh faktor internal maupun eksternal perusahaan. Saat keuntungan investasi tersebut berkurang, dapat dikatakan bahwa *opportunity cost* atas investasi bernilai positif.

Kasus lain timbul ketika output atau hasil dari investasi yang diajukan tidak bisa diubah secara konsep menjadi sumber penghasilan yang bisa diinvestasikan kembali, seperti contoh-contoh berikut yang disebutkan oleh Zarqa (1988) dalam Obaidullah (2007):

- a. Sebuah masjid dimana jumlah orang yang hadir atau beribadah merupakan suatu ukuran dari output atau hasil atas pembangunan masjid tersebut.
- b. Sebuah unit kesehatan dimana output atau hasilnya berupa jumlah orang yang sembuh dari penyakit.
- c. Sebuah perbaikan jalan untuk mengurangi kecelakaan fatal (misal: menyelamatkan banyak orang tiap tahun).

Hal yang sama juga dia katakan, “biaya investasi pada ketiga contoh kasus di atas seharusnya menjadi subjektif untuk didiskontokan karena bisa digunakan dimanapun dalam perekonomian. Tetapi, merupakan hal yang belum jelas mengapa keuntungan beberapa investasi atau proyek harus didiskontokan. Apakah sepuluh orang yang sembuh dari penyakit (atau tersedia tempat beribadahnya) pada 20 tahun mendatang kurang bernilai daripada keuntungan pada jumlah yang sama di tahun berikutnya?

Yuliati (2011) menyebutkan bahwa ada beberapa komponen yang dapat mempengaruhi tingkat keuntungan yang diharapkan dari sebuah investai dan selanjutnya akan mempengaruhi keputusan berinvestasi, yaitu terbagi dalam dua komponen: komponen objektif dan komponen subjektif. Komponen objektif meliputi teknologi, harga relatif faktor produksi, dan permintaan akan barang-barang pada masa akan datang, sedangkan komponen subjektif meliputi pengalaman yang dialami investor, baik pengalaman positif maupun negatif, karena bersikap

paradoksial. Selain itu, Fishbein dan Kotler dalam Yuliati (2011) menyebutkan sebuah teorinya yang dikenal dengan Model Sikap Multi Atribut yang menggambarkan tentang rancangan yang berharga untuk mengetahui hubungan antara pengetahuan produk atau jenis investasi yang dimiliki konsumen dengan sikap terhadap produk atau investasu berkenaan dengan ciri atribut produk atau investasi. Atribut produk investasi merupakan faktor yang dipandang penting oleh konsumen (dalam hal ini adalah investor) dan dijadikan dasar dalam keputusan pembelian. Atribut produk yang mencerminkan sebuah produk investasi Islami, antara lain: menghindari unsur riba, hasil investasi dibagi menurut bagi hasil atau *fee*, menghindari unsur ketidakpastian (*gharar*), gambling atau judi (*maysir*), bersifat halal dan melakukan aktivitas aktivitas sesuai dengan syariah Islam.

Dengan kata lain, ada beberapa jenis investasi yang tidak selamanya berkaitan dengan hasil atau output yang dapat diukur secara finansial. Jenis investasi lain bisa berupa manfaat bagi masyarakat atau aktivitas riil yang hasil atau output tersebut tidak bisa dihitung nilainya di masa sekarang atau masa mendatang (didiskontokan atau dimajemukkan). Hal seperti inilah yang tidak terpikirkan dan dianggap tidak penting dalam manajemen keuangan konvensional, namun tidak dalam manajemen keuangan Islam.

Dalam praktiknya di perbankan Islam, penentuan keuntungan investasi dapat dilihat dari praktik pembiayaan yang diberikan oleh pihak bank kepada nasabah, yaitu dengan melihat tingkat risiko pembiayaan. Untuk pembiayaan pada sektor yang berisiko tinggi, bank dapat mengambil keuntungan lebih tinggi dibandingkan dengan pembiayaan yang berisiko sedang apalagi kecil (Muhammad, 2004: 205).

## **KESIMPULAN**

Dari hasil pengkajian literatur dan jurnal, dapat disimpulkan bahwa:

- (1) Seorang manajer keuangan secara Islam mempunyai dua tugas utama dalam perannya mengelola keuangan perusahaan, yaitu: pertama, seperti tugas seorang manajer keuangan pada umumnya, ia harus mengidentifikasi investasi-investasi atau proyek yang tidak hanya mampu menciptakan sebuah nilai bagi perusahaan, tetapi juga mampu memaksimalkan nilai dan kekayaan para *shareholder*. Kedua, investasi tersebut sesuai dengan syariah Islam

dan mencapai level tertinggi dalam etika bisnis Islam. Aktivitas mengevaluasi jenis investasi tersebut dinamakan keputusan berinvestasi (*investment decision*) atau *capital budgeting decision*.

- (2) Pada dasarnya, *capital budgeting decision* menggunakan prinsip membandingkan keuntungan yang akan didapat dengan biaya yang harus dikeluarkan atas investasi tersebut. Jika tingkat keuntungan yang akan diharapkan lebih tinggi dari tingkat biayanya, maka dapat dikatakan investasi tersebut memiliki nilai *net benefits* yang positif dan sebaliknya. Dalam manajemen keuangan konvensional, ada beberapa cara yang bisa dilakukan untuk membandingkan tingkat keuntungan yang akan didapatkan dimasa mendatang dengan tingkat biaya yang harus dikeluarkan atas investasi tersebut untuk mengevaluasi jenis investasi yang baik bagi perusahaan, yaitu: metode NPV dan IRR, dimana dalam kedua metode tersebut memasukkan unsur tingkat bunga.
- (3) Penggunaan teknik pendiskontoan atau tingkat bunga inilah yang masih diperdebatkan dalam manajemen keuangan Islam, dimana penggunaan bunga diharamkan praktiknya karena memberikan dampak buruk bagi masyarakat, baik dari sisi sosial maupun ekonomi (Hidayat, 2010: 72).
- (4) Obaidullah (2007: 37) mengatakan bahwa tingkat suku bunga dalam penghitungan tersebut hanya sebagai alat penyederhanaan dan mempermudah dalam penghitungan tersebut. Penggunaan daftar tingkat bunga majemuk (*compounded interest*) merupakan alat untuk menghitung tingkat pengembalian yang diharapkan saat ini dan masa mendatang. Dapat dikatakan bahwa keuangan Islam menggunakan daftar tingkat bunga majemuk sebagai alat untuk mempermudah perhitungan saja.
- (5) Salah satu konsep yang ditawarkan oleh manajemen keuangan Islam dalam menghitung *capital budgeting decision* adalah dengan menggunakan tingkat penginvestasian kembali masing-masing arus kas masuk sebagai pengganti atas penggunaan tingkat pendiskontoan arus kas-arus kas masuk perusahaan.
- (6) Selain itu, dalam konteks *capital budgeting decision*, kita akan membutuhkan suatu akun tambahan dalam penghitungan NPV

suatu investasi atau proyek, yaitu sebuah pengukuran risiko yang berhubungan dengan NPV. Tingkat risiko pada NPV diukur sebagai  $\sigma_{NPV}$  yang bisa dihitung dengan berbagai cara, salah satunya adalah dengan teori probabilitas.

- (7) Manajemen keuangan Islam memperhatikan bahwa ada beberapa jenis investasi yang tidak selamanya berkaitan dengan hasil atau output yang dapat diukur secara finansial. Jenis investasi lain bisa berupa manfaat bagi masyarakat atau aktivitas riil yang hasil atau output tersebut tidak bisa dihitung nilainya di masa sekarang atau masa mendatang (didiskontokan atau dimajemukkan).

#### **DAFTAR PUSTAKA**

- Abdullah, Boedi and Beni Ahmad Saebani. *Metode Penelitian Ekonomi Islam Muamalah*. Bandung: Pustaka Setia, 2014.
- Brigham, Eugene F., et al. 2010. *Fundamentals of Financial Management*. Issue 11. Jakarta: Four Salemba.
- Chong, Beng Soon., et al. 2008. *Islamic Banking: Interest-Free or Interest-Based?*. Nanyang Technology University, Singapore. Pacific-Basin Finance Journal 17 (2009) 125-144.
- Hidayat, Mohamad. 2010. *An Introduction to The Sharia Economic: Introduction of Islamic Economics*. Jakarta: Zikrul Hakim.
- Huda, Nurul, et al. 2009. *Macroeconomic Islam: Theoretical Approaches*, Jakarta: Kencana.
- Husnan, Suad. 2005. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Keempat. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Karim, Mastura Abdul, et al. 2013. *Capital Adequacy and Lending and Deposit Behaviors of Conventional and Islamic Banks*. INCEIF Malaysia. Pacific-Basin Finance Journal.
- Muhammad. 2004. *Manajemen Dana Bank Syariah*. Yogyakarta: EKONISIA.
- Obaidullah, Mohammed. 2007. *Teaching Corporate Finance: From an Islamic Perspective*. Saudi Arabia: Islamic Economics Research Centre, King Abdulaziz University.
- Setiawan, Johan dan Ajat Sudrajat. 2018. *Pemikiran Postmodernisme dan Pandangannya terhadap Ilmu Pengetahuan*. Jurnal Filsafat, Vol. 28, No. 1 (2018), pg 25-46. ISSN: 0853-1870.
- Shubber, Kadom and Eid Alzafiri. 2008. *Cost of Capital of Islamic Banking Institutions: An Empirical Study of A Special Case*. Emerald Insight: International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management. Vol. 1 No. 1.

- Sudarsono, Heri. 2008. *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah: Deskripsi dan Ilustrasi*. Yogyakarta: EKONISIA.
- Yuliati, Francine. 2011. *Factors Affecting the Public Interest in Investing in Sukuk*. Journal Walisongo Volume 19, Number 1, May 2011.