



5.973 ↑
4.391 ↓
5.289 ↑
6.027 ↑
5.986 ↑
5.34857 ↑

INSTRUMEN PASAR MODAL SYARIAH

PADA ERA GLOBAL

Pembentukan pasar modal syariah merupakan bagian dari ijtihad kontemporer dalam era globalisasi ekonomi ini, yang merupakan pilar bagi terbentuknya perekonomian yang bebas bunga dan berkeadilan.

Pasar modal syariah merupakan pasar dimana modal atau sekuritas diperdagangkan antara pihak yang memiliki kelebihan modal (*investor*) dengan orang yang membutuhkan modal (*issuer*) untuk mengembangkan investasi. Pasar modal syariah yang sedang berkembang saat ini khususnya di Indonesia tidak terlepas memiliki karakteristik yang luar biasa.

Buku ini memberikan berbagai informasi perkembangan instrument pasar modal syariah di era global dan mengulas dari sudut pandang akademik serta yuridis aplikatif, sehingga buku ini menjadi sangat bermakna dan memiliki arti sangat penting, khususnya bagi para mahasiswa, dosen dan yang ingin menelusuri tentang instrument pasar modal syariah di Indonesia, selain juga bermanfaat bagi pemerhati pasar modal syariah.

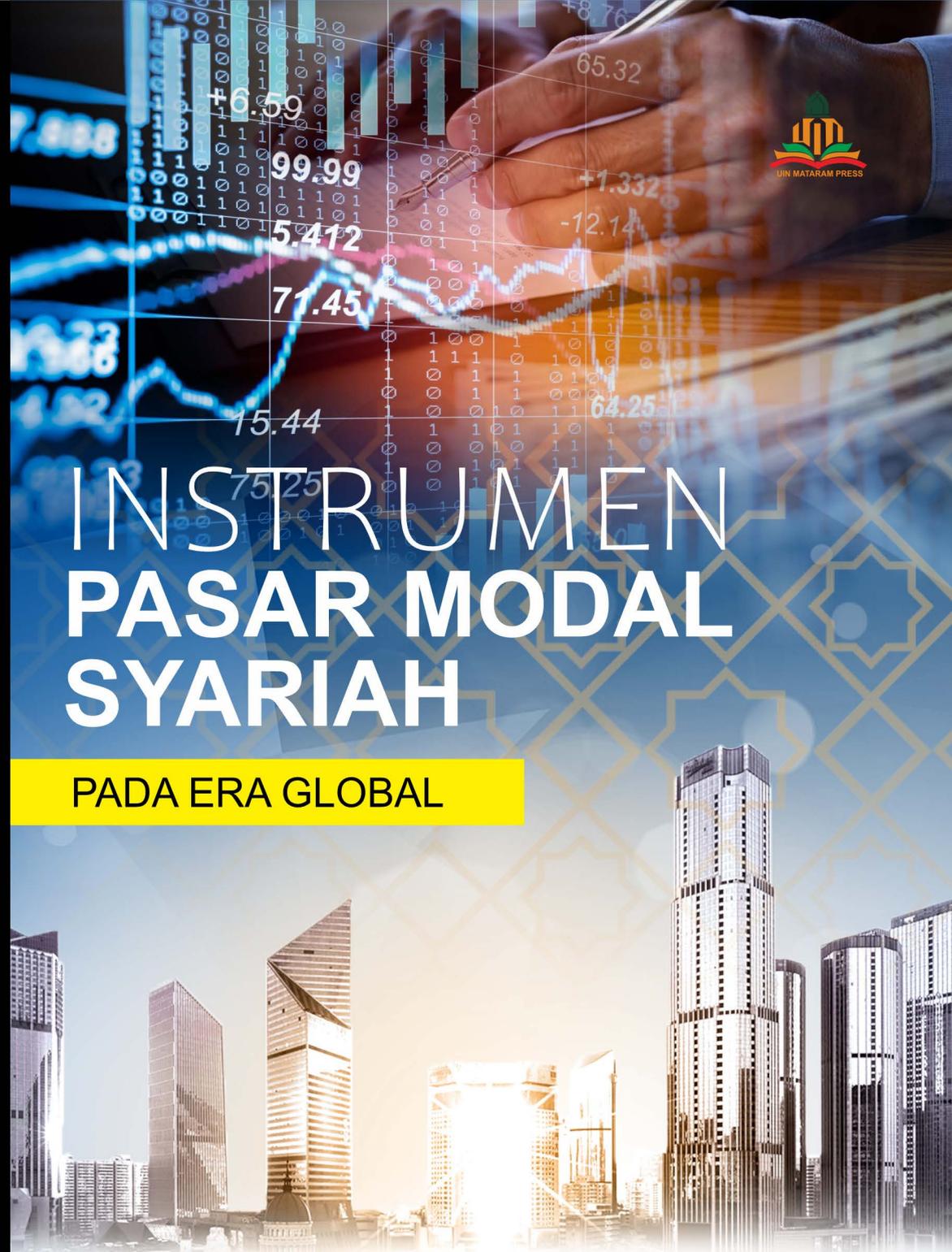
JAYA MIHARJA, M.S.I

PADA ERA GLOBAL

INSTRUMEN
PASAR MODAL
SYARIAH



UIN MATARAM PRESS
GEDUNG RESEARCH CENTER LT. 1 KAMPUS II UIN MATARAM
JI. GAJAH MADA NO. 100 JEMPONG BARU KOTA MATARAM



65.32
+6.59
99.99
5.412
71.45
15.44
75.25
+1.332
-12.14
64.25

INSTRUMEN PASAR MODAL SYARIAH

PADA ERA GLOBAL

JAYA MIHARJA, M.S.I

JAYA MIHARJA, M.S.I

**INSTRUMEN
PASAR MODAL SYARIAH
PADA ERA GLOBAL**



INSTRUMEN PASAR MODAL SYARIAH PADA ERA GLOBAL

Penulis:

Jaya Miharja, M.S.I

ISBN 978-623-8497-17-1

Editor:

Dr. Hj. Zulpawati, M.A.

Layout:

Tim UIN Mataram Press

Desain Sampul:

Tim Creative UIN Mataram Press

Penerbit:

UIN Mataram Press

Redaksi:

Kampus II UIN Mataram (Gedung Research Center Lt. 1)

Jl. Gajah Mada No. 100 Jempong Baru

Kota Mataram – NTB 83116

Fax. (0370) 625337 Telp. 087753236499

Email: uinmatarampress@gmail.com

Distribusi:

CV. Pustaka Egaliter (Penerbit & Percetakan)

Anggota IKAPI (No. 184/DIY/2023)

E-mail: pustakaegaliter@gmail.com

<https://pustakaegaliter.com/>

Cetakan Pertama, Desember 2023

Hak cipta dilindungi undang-undang

Dilarang memperbanyak karya tulis ini dalam bentuk dan
dengan cara apapun tanpa ijin tertulis dari penerbit.

PENGANTAR PENULIS

Bismillahirrahmanirrahim. Puji bagi Allah Pengatur semesta alam. *Subhanallah.* Maha Suci Allah dari segala keterbatasan dan kekurangan serta kelemahan yang selalu lekat melingkari diri manusia.

Perkembangan industri keuangan Islam di Indonesia menimbulkan kebutuhan sumberdana atau investasi dengan produk-produk berbasis syariah, fenomena ini mendorong lahir dan berkembangnya kegiatan pasar modal berbasis syariah di Indonesia. Senada dalam konteks global, dimana krisis keuangan global telah menunjukkan betapa rapuhnya pasar modal konvensional sehingga memerlukan instrumen alternatif pasar modal syariah yang tangguh dan berdaya saing global, serta terorganisir dengan baik dan bernilai.

Sebagai sebuah instrumen dalam era globalisasi, pasar modal syariah tentunya harus memberikan bukti nyata baik secara normatif-teoritis maupun empiris sebagai pasar modal yang tangguh dan berdaya saing global, serta terorganisir dengan baik dan bernilai. Buku ini berupaya memberikan penjelasan normatif-teoritis dan empiris mengenai pasar modal syariah di Indonesia sebagai penduan kepada masyarakat untuk lebih mengenal pasar modal syariah dan motivasi berinvestasi dan bertransaksi di pasar modal syariah.

Pada Bab 1, buku ini mencoba memberikan sedikit gambaran tentang posisi pasar modal syariah dalam ekonomi

Islam dan keuangan global serta pasar modal syariah sebagai alternatif instrumen investasi dalam era globalisasi. Bab 2, menguraikan kondisi perekonomian Indonesia, krisis keuangan global, dan perkembangan ekonomi syariah yang merupakan faktor fundamental keberadaan dan eksistensi pasar modal syariah di Indonesia. Bab 3, menguraikan prinsip dasar transaksi bisnis dalam ekonomi syariah termasuk dalam pasar modal syariah. Bab 4, menguraikan investasi dan spekulasi di pasar modal perspektif ekonomi syariah. Bab 5 dan 6, menguraikan pasar modal syariah di Indonesia beserta instrumen-instrumennya. Bab 7, menguraikan perbedaan pasar modal syariah dan konvensional di Indonesia secara konseptual dan empirik. Dan Bab 8, membahas kesyariaahan pasar modal syariah dengan menguraikan analisa mengenai praktik spekulasi di pasar modal syariah dan penetapan harga saham tertinggi sebagai solusi terhadap permasalahan tersebut.

Kepada beberapa pihak tidak bisa penulis sebut satu persatu yang membantu memberikan beberapa informasi, sehingga lahir buku sederhana ini diucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya.

Ucapan terima kasih dan penghargaan yang setinggi-tingginya penulis sampaikan kepada orang tua tercinta, Ibunda Hj. Faizah dan Ayahanda H. Maskur dengan penuh kasih sayang mengasuh, mendidik, dan mendoakan serta memberikan sokongan kepada penulis. Atas jasa dan pengorbanan keduanya penulis dapat meraih prestasi akademik dari peringkat awal

sampai sekarang ini. Kakak-kakakku, Hj. Faoziah, Hj. Sa'adah dan Tanwir. SE., Istri Tercinta Siti Aisah, Mertua H. Hasan dan Hj. Mariah dan anak-anakku Fairel Athariz Magika, Arsyia Mainaka Akbar, Muhammad Shakeel Wijaya serta keluarga semua yang telah banyak memberikan motivasi.

Akhirnya, penulisan buku ini masih banyak kekurangan dan kesalahan serta memerlukan penyempurnaan. Oleh karena itu, penulis menyampaikan maaf dan mengharapkan kritikan dari pembaca. Mudah-mudahan buku ini bermanfaat bagi perkembangan pemikiran Ekonomi Islam dan masyarakat Islam yang *concern* dengan pasar modal syariah. Hanya kepada Allah jua kita memohon hidayah dan pertolongan.

Lombok Tengah, 1 Januari 2023

Penulis,

Jaya Miharja, M.S.I

DAFTAR ISI

PENGANTAR PENULIS.....	iii
DAFTAR ISI.....	vii
BAB I: PASAR MODAL SYARIAH: ALTERNATIF INSTRUMEN INVESTASI DALAM ERA GLOBALISASI	1
A. Pendahuluan.....	1
B. Pasar Modal Syariah dan Ekonomi Islam.....	5
C. Pasar Modal Syariah dan Keuangan Global	11
D. Pasar Modal Alternatif: Pasar Modal Syariah	14
BAB II: PEREKONOMIAN INDONESIA, KRISIS KEUANGAN GLOBAL DAN PERKEMBANGAN EKONOMI SYARIAH.....	21
A. Pendahuluan.....	21
B. Gambaran Umum Perekonomian Indonesia	24
C. Krisis Keuangan Global dan Perekonomian Indonesia.....	35
D. Perkembangan Ekonomi Syariah di Indonesia	48
E. Perkembangan Keuangan Islam Global dan Posisi Indonesia	55
BAB III: PRINSIP DASAR TRANSAKSI BISNIS DALAM EKONOMI SYARIAH.....	65
A. Pendahuluan.....	65
B. Sumber dan Dasar Hukum Transaksi Bisnis Syariah ..	66
C. Definisi Transaksi Bisnis Syariah.....	88
D. Rukun dan Syarat Transaksi Bisnis Syariah	89
E. Prinsip dan Kaidah Transaksi Bisnis Syariah	91
F. Faktor-Faktor Penyebab Dilarangnya Transaksi	106
G. Bentuk – bentuk Pembiayaan dalam Transaksi Bisnis Syariah	123

BAB IV: INVESTASI DAN SPEKULASI DI PASAR MODAL DALAM PERPEKTIF SYARIAH.....	161
A. Investasi di Pasar Modal	161
B. Spekulasi di Pasar Modal.....	166
C. Investasi dan Spekulai di Pasar Modal Pandangan Beberapa Tokoh	183
BAB V: PASAR MODAL SYARIAH.....	187
A. Tinjauan Umum Pasar Modal Indonesia	187
B. Pasar Modal Syariah
C. Hipotesis Efisiensi Pasar, Kontes Kecantikan Keynes, dan Pasar Modal Syariah.....	208
BAB VI: INSTRUMEN PASAR MODAL SYARIAH.....	259
A. Saham Syariah.....	259
B. Obligasi Syariah (Sukuk)	281
C. Reksa Dana Syariah	332
BAB VII: PASAR MODAL SYARIAH Vs PASAR MODAL KONVENSIONAL	347
A. Perbedaan Konseptual Pasar Modal Syariah dan Pasar Modal Konvensional	347
B. Perbedaan Empirik Pasar Modal Syariah dan Pasar Modal Konvensional	356
BAB VIII: SYARIAHNYA PASAR MODAL SYARIAH: PENETAPAN HARGA SAHAM TERTINGGI	367
A. Pendahuluan	367
B. Analisa Praktik Spekulasi di Pasar Modal Syariah	369
C. Penetapan Harga Saham Tertinggi.....	376
D. Penutup.....	384
DAFTAR PUSTAKA	387
LAMPIRAN.....	401

BAB I
PASAR MODAL SYARIAH:
ALTERNATIF INSTRUMEN INVESTASI DALAM ERA
GLOBALISASI

*Pembentukan pasar modal syariah merupakan pilar penting
untuk mendukung
terciptanya perekonomian bebas bunga dan berkeadilan*

-M. Umer Chapra-

A. Pendahuluan

Ajaran Islam yang berdasarkan Al-Qur'an dan Sunnah menyediakan petunjuk bagi semua aspek kehidupan manusia. Merupakan suatu keistimewaan yang khas bagi ajaran Islam, di mana hal-hal yang memiliki sifat perintah yang tegas harus dipenuhi sementara keleluasaan dalam mengambil kebijaksanaan diperkenankan bagi manusia dalam rangka mengatur dan mengurus segala urusannya. Islam memberikan pemecahan terhadap berbagai permasalahan dimana Al-Qur'an dan Sunnah tidak menyediakan petunjuk langsung melalui sebuah proses yang disebut *ijtihad*..

Pembentukan pasar modal syariah merupakan bagian dari *ijtihad* kontemporer dalam era globalisasi ekonomi ini, yang merupakan pilar bagi terbentuknya perekonomian yang bebas bunga dan berkeadilan. Selain itu pula, ditengah carut-marut sistem ekonomi konvensional dengan pasar modal

sebagai pilar utama akibat dari krisis keuangan global, pasar modal syariah dapat menjadi alternatif instrument investasi dalam era globalisasi. Inilah agaknya yang dikritisi oleh Etzioni (1992) bahwa sistem ekonomi yang ada dan sedang berkembang ini telah jauh dari dimensi moral. Untuk itu, perlu upaya menggiringnya kembali ke dalam bingkai moralitas. Secara teori pasar modal dikatakan berbasis syariah (Islami) apabila transaksi mengikuti kaidah-kaidah ekonomi Islam, tidak menzalimi, dan malampaui batas.

Menurut Hulwati (2009: 239), dengan merealisasikan pendirian pasar modal syariah berarti menyelamatkan harta umat Muslim dari sikap eksploitasi ekonomi serta penguasaan harta pada segelintir orang, disamping membebaskan umat Muslim dari belenggu riba. Memelihara harta salah satu hal yang paling penting, di samping memelihara agama, jiwa, keturunan, dan kehormatan, karena merupakan *muqasid al-sharia'ah*.

Dengan globalisasi yang dapat diramalkan, umat Muslim harus mengambil manfaat dari potensi-potensi yang timbul dari keterlibatan dalam pasar modal; ini untuk mencegah kaum Muslim tertinggal dibandingkan non-Muslim. Bagaimanapun juga, haruslah menjadi pemikiran investor-investor Muslim bahwa apapun tindakan dan kegiatan yang mereka ikuti di pasar modal, mereka harus mengikuti petunjuk-petunjuk dan aturan-aturan yang dinyatakan dalam prinsip-prinsip syariah (Billah, 2009).

Dengan pasar modal syariah, umat Islam dapat memiliki andil yang sangat besar untuk mengubah wajah ekonomi dunia, sekaligus dapat dijadikan momentum untuk membenahi ekonomi domestik.

Dalam dua dekade terakhir terlihat bagaimana pasar modal syariah telah menunjukkan perkembangannya, terutama terkait dengan makin terintegrasinya pasar modal syariah ke dalam ekonomi global. Berbagai *benchmark* indeks pasar modal syariah populer, misalnya *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIMI) (Republika, 29/11/2010) dan *Financial Times Stock Exchange (FTSE) Global Islamic Index.*, serta berbagai *benchmark* indeks yang sedang berkembang, misalnya *Malpaysia Kuala Lumpur Stock Exchange* (KLSE) Syariah di Malaysia serta *Jakarta Islamic Index* (JII) dan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) di Indonesia. Bahkan Organisasi Konferensi Islam (OKI) berencana menerbitkan indeks saham syariah pada tahun 2011.((Republika, 29/11/2010)) Hal tersebut menunjukkan bahwa pasar modal syariah dengan karakteristik dan ciri khasnya layak untuk dijalankan dalam perekonomian global. Hal tersebut juga terlihat semakin mengejutkan dan paradoks dengan pernyataan-pernyataan yang menyatakan bahwa Islam tidak kompetitif dengan tatanan dunia baru (*new world order*) yang lahir seiring berakhirnya perang dingin (*cold war*) (Huntington, 1997: 211). Pembentukan pasar modal syariah menunjukkan bahwa Islam adalah agama yang dapat

merespon dan menjawab tantangan setiap zaman (*shalih li kulli zaman wa makan*).

Pasar modal merupakan pasar dimana modal atau sekuritas diperdagangkan antara pihak yang memiliki kelebihan modal (*investor*) dengan orang yang membutuhkan modal (*issuer*) untuk mengembangkan investasi. Dalam Undang-Undang No. 8 tahun 1995, pasar modal didefinisikan sebagai “*kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan Efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek.*” Sedangkan yang dimaksud dengan efek dalam UU tersebut didefinisikan sebagai “*surat berharga, yaitu surat pengakuan hutang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti hutang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka, atas efek, dan setiap derivatif dari efek.*”

Menurut Burhanudin (2008: 10), definisi pasar modal tersebut masih bersifat umum, karena belum menyentuh apakah bentuk transaksi yang dijalankan atau efek yang diperdagangkan halal atau haram. Untuk mengetahui hakekat halal haram, tidak ada cara lain kecuali dikembalikan pada determinasi syariah. Sehingga, dapat kita jelaskan bahwa definisi dari pasar modal syariah adalah kegiatan pasar modal yang dijalankan berdasarkan prinsip-prinsip syariah. Prinsip-prinsip syariah di pasar modal adalah prinsip-prinsip hukum

Islam dalam kegiatan di bidang pasar modal berdasarkan fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), baik fatwa DSN-MUI yang ditetapkan dalam peraturan Bapepam-LK maupun fatwa DSN-MUI yang ditetapkan dalam peraturan ini (Keputusan Ketua Bapepem Nomor: KEP-130/BL/2006 tentang Penerbitan Efek Syariah), sepanjang fatwa yang dimaksud tidak bertentangan dengan peraturan ini dan atau peraturan Bapepam-LK lain dengan didasarkan pada fatwa DSN-MUI.

Namun, yang perlu diperhatikan terkait dengan pasar modal syariah yang sedang berkembang saat ini khususnya di Indonesia tidak terlepas memiliki karakteristik sebagai berikut:

- Konsep yang berkembang saat ini adalah model yang menggunakan lembaga supervisi syariah (*Islamic Supervisory Board*) sebagai bagian tidak terpisahkan dari kegiatan pasar modal syariah;
- Pengembangan pasar modal syariah dengan menggunakan model pendekatan produk; dan
- Kegiatan pasar modal syariah berjalan paralel dengan pasar modal konvensional karena kelahirannya di adopsi dari kegiatan pasar modal konvensional.

B. Pasar Modal Syariah dan Ekonomi Islam

Para ahli ekonomi biasanya membagi perekonomian secara keseluruhan menjadi dua sektor, yaitu sektor riil dan

sektor finansial. Sektor riil dari ekonomi memproduksi barang dan jasa, sementara sektor finansial memainkan peran yang vital atas penyediaan pembiayaan yang diperlukan untuk kapasitas produksi di sektor riil. Lembaga perekonomian utama pada sektor riil adalah bank dan lembaga pembiayaan, sedangkan lembaga pasar modal memainkan peran sebagai pelengkap di kedua sektor utama tersebut.

Pasar modal memberikan jasanya yaitu menjembatani hubungan antara pemilik dana dalam hal ini disebut sebagai pemodal (*investor*) dengan peminjam dana dalam hal ini disebut dengan nama emiten (perusahaan yang *go public*). Instrumen pasar modal terbagi atas dua kelompok besar yaitu instrumen kepemilikan (*equity*) seperti saham dan instrumen utang (*bond/obligasi*).

Beberapa emiten melihat bahwa pencarian dana melalui pasar modal merupakan pilihan pembiayaan yang lain, kemudian mereka memanfaatkan ini dengan mengeluarkan saham dan atau obligasi. Semakin efisien dan efektif pengelolaan pasar modal maka semakin banyak pula para calon emiten yang berdatangan ke pasar modal, berarti hal ini sekaligus pula memperbaiki posisi *equity*-nya dan pada akhirnya akan memperkuat daya saing industri di mana ia terlibat. Karena saham dan obligasi itu dijual kepada masyarakat, maka persyaratan *full disclosure* dan *full transparency* harus pula dipenuhi oleh emiten yang

bersangkutan. Masyarakat pemodal membeli suatu komoditi yang sangat abstrak dan oleh karenanya kualitas dari komoditi ini yaitu saham dan atau obligasi ditentukan oleh kualitas informasi yang tersedia dari perusahaan emiten yang bersangkutan.

Menurut Metwally (1995: 174) peran ekonomi yang utama dari pasar modal, yaitu: (1) memungkinkan penabung untuk berpartisipasi penuh pada kegiatan bisnis yang menguntungkan; (2) memungkinkan para pemegang saham dan obligasi untuk memperoleh likuiditas dengan menjual saham dan obligasinya pada perusahaan bisnis di pasar modal; (3) memungkinkan kegiatan bisnis mendapatkan dana dari pihak luar dalam rangka perluasan kegiatan usahanya; dan (4) memungkinkan kegiatan bisnis untuk memisahkan operasi bisnis dari kegiatan keuangan.

Sedangkan secara spesifik dilihat sudut ekonomi makro menurut Usman (1989), adalah sebagai piranti untuk melakukan alokasi sumber daya ekonomi secara optimal. Kelebihannya lagi, dibandingkan dengan kredit perbankan, bahwa pasar modal merupakan sumber pembiayaan yang tidak menimbulkan *inflatoir*. Sumber daya ekonomi yang sudah ada, kemudian melalui pasar modal dialokasikan sedemikian rupa sehingga kedudukannya berubah yaitu dari titik “*Pareto Inefficiency*” menjadi ke titik “*Pareto Efficiency*.” Ini dapat terjadi apabila informasi yang tersedia di pasar modal adalah cepat, tepat, dan akurat. Akibat lebih

jauh dari berfungsinya pasar modal sebagai piranti untuk mengalokasikan sumber daya ekonomi secara optimal adalah naiknya pendapatan nasional, terciptanya kesempatan kerja, dan semakin meratanya pemerataan hasil-hasil pembangunan.

Reilly (1986) memandang perlunya mengembangkan pasar modal pada negara-negara sedang berkembang sebab, pasar modal pada gilirannya mengalokasikan tabungan yang bertambah pada perusahaan-perusahaan produktif, menambah kapasitas produksi, menambah barang dan jasa dan memperluas kesempatan kerja. Melalui persaingan bebas (*free market*), pasar modal akan menempatkan tabungan pada perusahaan-perusahaan yang dapat memberikan laba yang besar dari biaya modal itu sendiri. Hal yang sama juga disampaikan Hakim (1985), yang memandang bahwa pasar modal yang efisien akan membuat sistem keuangan dan perekonomian lebih stabil, meningkatkan pertumbuhan dan kesempatan kerja, meningkatkan efisiensi perekonomian, terbentuknya kapitalisme secara demokrasi, serta melicinkan jalan masuk modal internasional.

Dalam kenyataan praktik sehari-hari pasar modal dalam ekonomi konvensional kapitalis telah dikritik karena gagal melakukan fungsi-fungsi ekonomi yang mendasar tersebut dan membolehkan kegiatan-kegiatan yang tidak sesuai dengan nilai-nilai sosial yang berkeadilan dalam transaksi perdagangan di pasar modal itu. Dua kritik penting

dilancarkan oleh J.M. Keynes (Karim, Adiwarmarman A. *The Return of the Master*. Republika, 15/03/2010) (dalam Metwally, 1995: 175), yang menunjukkan: pertama, bahwa investasi pada proyek-proyek tertentu dikuasai oleh perkiraan-perkiraan para pialang pasar modal dan bukan oleh harapan pada pengusaha; dan kedua, bahwa spekulasi pada pasar modal dapat mengakibatkan misalokasi sumberdaya.

Berdasarkan peran dan fungsi pasar modal dalam perekonomian tersebut, pun dalam ekonomi Islam dibutuhkan sarana menuju modal sendiri yang lebih besar, yang menekankan perlunya pengorganisasian pasar modal yang lebih efisien untuk meningkatkan dana tanpa menimbulkan kesulitan atau likuiditas. Adanya pasar modal syariah dengan orientasinya yang bersifat jangka panjang dan berbasis ekuitas dipastikan dapat menjadi alternatif bagi pasar modal di era globalisasi. Pembentukan pasar modal syariah merupakan pilar penting untuk mendukung terciptanya perekonomian bebas bunga dan berkeadilan (Chapra: 1997).

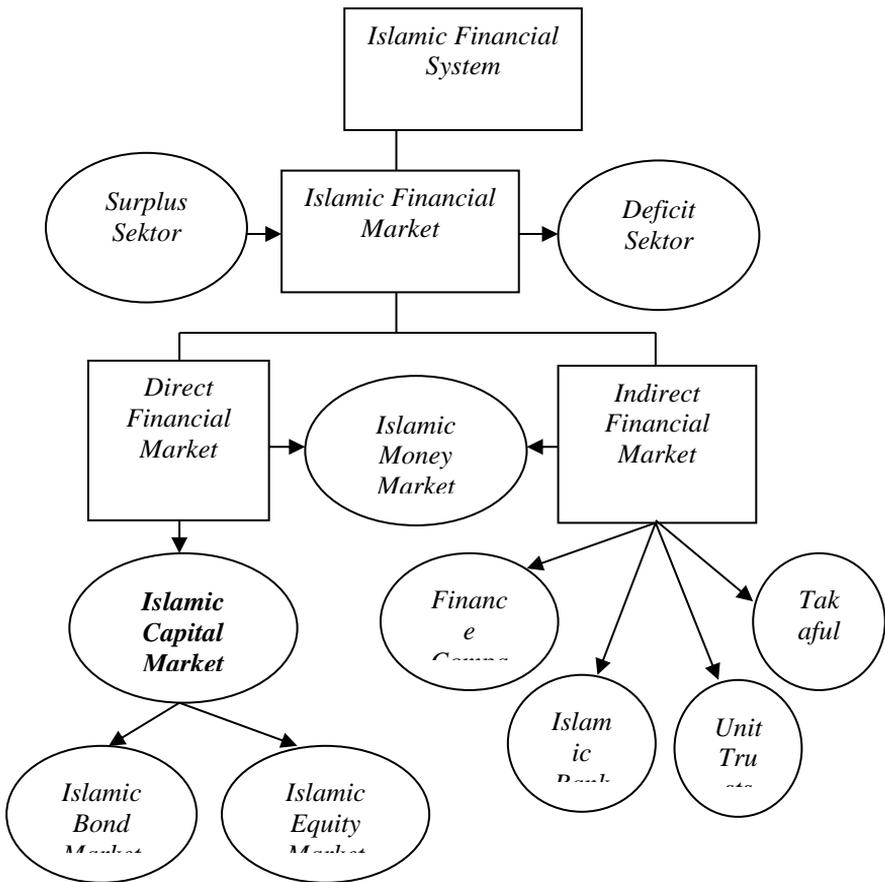
Disamping itu pula adanya pasar modal syariah yang memiliki ciri khusus yang membedakan dengan pasar modal konvensional seperti bebas dari berbagai transaksi yang mengandung *gharar*, *maysir*, *ihtikar* (manipulasi *supply*), dan *bai' najsy* (manipulasi *demand*), tidak ada transaksi yang tidak sesuai etika dan tidak bermoral seperti *insider trading* dan *margin trading*, saham harus dari perusahaan yang halal

aktivitas dan produknya (*Islamic stock criteria*), tidak ada transaksi yang meragukan (*underlying asset* jelas), serta tidak ada transaksi berbasis bunga (*Islamic bond* dan atau sukuk) dinilai mampu mengantisipasi dampak negatif dari pengaruh globalisasi atau dampak sistemik krisis keuangan global.

Secara umum posisi pasar modal syariah pada sistem ekonomi Islam dapat dilihat dari kelembagaan atau institusi keuangan syariah. Dengan kompleksitas ekonomi yang berkembang pada masa globalisasi ini, eksistensi lembaga perantara (*intermediary*) yang mempertemukan kelompok defisit (pengusaha) dengan kelompok yang surplus (investor) menjadi sangat penting. Berbeda dengan konvensional yang mengandalkan sistem bunga dalam operasionalnya, lembaga keuangan syariah menggunakan mekanisme bagi hasil (*profit-loss sharing*) dan *margin* atau *mark-up* dalam aktivitas keuangannya.

Keberadaan institusi keuangan syariah ditandai oleh bermunculannya bank-bank swasta Islami (syariah) baik tingkat desa maupun tingkat internasional, kemudian diiringi dengan keperluan akan lembaga-lembaga pendukungnya seperti asuransi. Oleh karena itu, biasanya jika ada *Islamic Banking* di suatu negara, maka muncul pula asuransi Islami (*takaful*), tetapi tidak sampai di situ saja karena pada saat yang bersamaan muncul keperluan akan adanya pasar modal syariah. Oleh karena itu, muncul pula beberapa *fund*

manager Islam dengan kriteria yang sesuai dengan syariat Islam. Untuk lebih jelasnya posisi pasar modal syariah (*Islamic Capital Market*) dalam ekonomi Islam atau sistem keuangan Islam dapat dilihat pada gambar berikut:



Gambar 1.1 Ekonomi Islam dan Pasar Modal Syariah

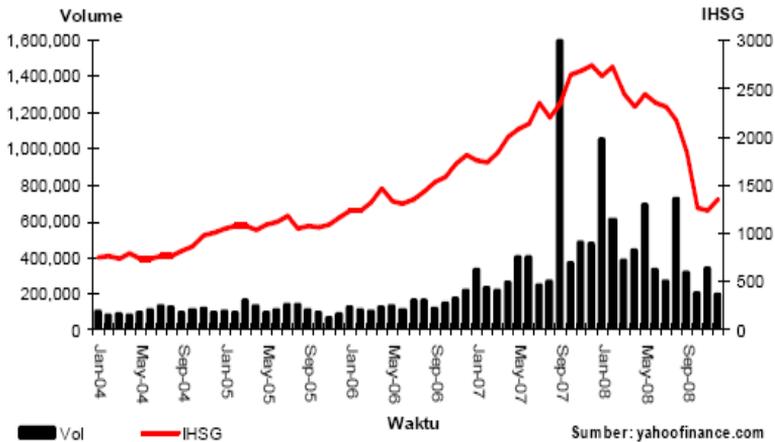
C. Pasar Modal Indonesia dan Keuangan Global

Keberadaan pasar modal di Indonesia merupakan salah satu faktor penting dalam membangun perekonomian nasional, terbukti telah banyak industri dan perusahaan yang

menggunakan institusi pasar modal ini sebagai media untuk menyerap investasi dan media untuk memperkuat posisi keuangannya. Secara faktual, pasar modal telah menjadi *financial nerve centre* (saraf finansial dunia) pada dunia ekonomi modern dewasa ini, bahkan perekonomian modern tidak akan mungkin bisa eksis tanpa adanya pasar modal yang tangguh dan berdaya saing global serta terorganisir dengan baik. (Bapepam-LK, 2004)

Keterkaitan antara pasar modal dengan perekonomian tidak hilang bagi pembuat kebijakan, begitu pula bagi bank sentral (Bank Indonesia). Tentu saja karena pasar modal sering mengantisipasi perubahan dalam *Gross Domestic Product* (GDP) riil, dan data pasar modal tersedia lebih cepat daripada data GDP. Pasar modal merupakan indikator ekonomi yang mesti diamati secara ketat (Mankiw, 2006).

Secara umum perkembangan pasar modal di Indonesia mengalami peningkatan yang semakin pesat sejak krisis ekonomi yang melanda Indonesia tahun 1998. Hal ini ditunjukkan oleh perkembangan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan nilai transaksi yang mengalami peningkatan 400 persen dari tahun 2000 hingga 2008. Kondisi ini juga diikuti dengan nilai transaksi yang terus semakin meningkat (lihat Bapepam-LK, Statistik Pasar Modal).



Grafik 1.1 Perkembangan IHSG

Namun krisis keuangan global mulai pertengahan tahun 2008 telah mendorong erupsinya IHSG sebesar 50 persen dalam kurun waktu yang relatif singkat (satu tahun). Krisis yang bermula dari krisis kredit perumahan di Amerika Serikat memang membawa implikasi pada kondisi ekonomi global secara menyeluruh. Hampir di setiap negara, baik di kawasan Amerika, Eropa, maupun Asia Pasifik, merasakan dampak akibat krisis keuangan global tersebut, terutama negara berkembang. (Binhadi dan Firmansyah, dalam Arifin, Sjamsul, *et. al.*, 2007: 19)

Indonesia sebagai salah satu negara berkembang, mendapat pengaruh dari krisis keuangan global tersebut. Berbagai kebijakan diambil pemerintah untuk meredam pengaruh buruk dari krisis baik dalam ruang lingkup mikroekonomi (perkuat dan jaga ketahanan sektor riil)

maupun makroekonomi (kepastian hukum dan jaminan investasi serta beberapa kebijakan moneter yang dikeluarkan).

D. Pasar Modal Alternatif: Pasar Modal Syariah

Salah satu karakteristik pasar modal adalah memiliki tingkat *volatilitas* (Volatilitas adalah fluktuasi dari *return-return* suatu sekuritas atau portofolio dalam suatu periode waktu tertentu) yang tinggi akibat *news (information)* yang datang dari fundamental ekonomi baik mikro maupun makroekonomi atau tidak. Hal ini berdampak pada pasar modal yang digunakan para spekulator untuk mengambil keuntungan jangka pendek melalui spekulasi (Chapra, 1997: 71-76). Spekulasi dengan motivasi mendapatkan keuntungan jangka pendek dari perdagangan margin tidak akan memberikan kontribusi bagi sektir riil dan akan menimbulkan fluktuasi dan ketidakpastian yang tidak terkendali. J.M. Keynes menekankan bahwa spekulasi dapat mengakibatkan misalokasi sumber dan akan berdampak pada perekonomian,

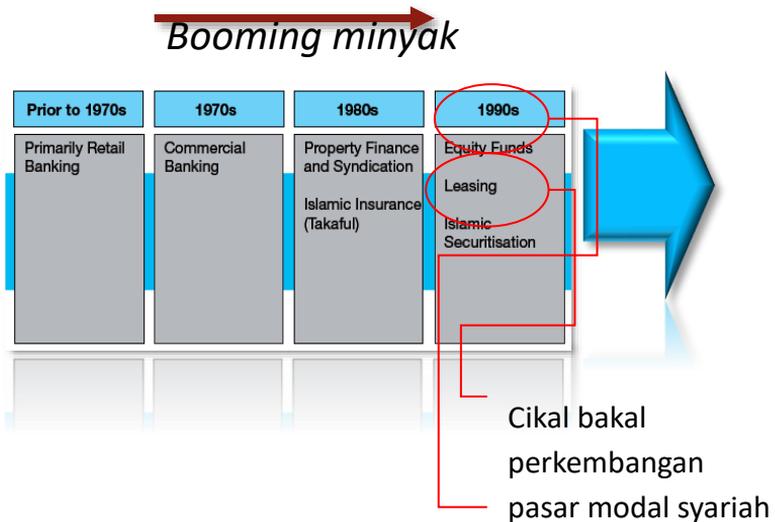
“Speculators may do no harm as bubbles on a steady stream of enterprise. But the position is serious when enterprise becomes the bubble on a whirlpool of speculation. When the capital development of a country becomes a by-product of the activities of a casino, the job is likely to be ill-done.” (Keynes, 1936)

Spekulasi dalam pasar modal selain berdampak negatif terhadap perekonomian (Stiglitz, Joseph E, 2004: 465–484), juga dalam perspektif ekonomi Islam spekulasi ini merupakan bentuk transaksi tidak sah berbasiskan *gharar* (Ayub, 2009: 173). Hal ini menjadi hambatan psikologis bagi umat Islam untuk turut aktif dalam kegiatan investasi terutama di bidang pasar modal. Untuk mengatasi permasalahan tersebut dan juga merupakan peluang dibentuklah pasar modal syariah sebagai alternatif instrumen investasi di pasar modal Indonesia dalam era globalisasi.

Di samping itu pula, perkembangan ekonomi keuangan syariah di Indonesia secara umum di tandai dengan perkembangan industri perbankan dan asuransi syariah, menimbulkan kebutuhan sumberdana atau investasi dengan produk-produk berbasis syariah. Fenomena ini juga mendorong lahir dan berkembangnya kegiatan pasar modal berbasis syariah di Indonesia.

Indonesia merupakan negara yang memiliki penduduk mayoritas beragama Islam (potensi pasar yang besar), fundamental ekonomi yang cukup kuat, permintaan yang tinggi akan infrastruktur dan pembiayaan proyek (tumbuh 5,4% pada tahun 2010), dan *condusive regulatory framework*. Peluang lain yaitu, besarnya aliran dari negara-negara muslim terutama Negara-Negara Timur Tengah (hingga 2020 diperkirakan punya dana USD 9 triliun) yang siap ditempatkan pada instrumen keuangan syariah termasuk

pasar modal syariah. Di samping itu pula pasar modal syariah dapat dijadikan alternatif pendanaan bagi industri keuangan syariah atau perusahaan-perusahaan lain (*Sharing*, 2010: 40-41). Terkait dengan fakta tersebut cikal bakal perkembangan pasar modal syariah dapat dilihat pada gambar berikut:



Gambar 1.2 Perkembangan Industri Keuangan Syariah

Sumber: IFSB-IDB-IRTI (2010: 27) dan Abdalloh (2010)

Perbedaan secara umum antara pasar modal konvensional dengan pasar modal syariah dapat dilihat pada instrumen dan mekanisme transaksinya, sedangkan perbedaan nilai indeks saham syariah dengan nilai indeks saham konvensional terletak pada kriteria saham emiten yang

harus memenuhi prinsip-prinsip dasar syariah. Secara umum konsep pasar modal syariah dengan pasar modal konvensional tidak jauh berbeda meskipun dalam konsep pasar modal syariah disebutkan bahwa saham yang diperdagangkan harus berasal dari perusahaan yang bergerak dalam sektor yang memenuhi kriteria syariah dan terbebas dari unsur ribawi, serta transaksi saham dilakukan dengan menghindarkan (atau meminimalkan) berbagai praktik ‘spekulasi’ (Bapepam-LK, 2004). Kebolehan praktik spekulasi pada pasar modal sendiri masih menjadi perdebatan dikalangan para ulama dan ekonom, mengingat spekulasi merupakan ciri perdagangan yang ada di mana-mana, berarti spekulasi adalah watak bisnis.

Sejalan dengan pengembangan pasar modal Indonesia secara umum, industri pasar modal syariah diyakini dapat menjadi salah satu pilar kekuatan industri pasar modal Indonesia. Dengan demikian, pengembangan pasar modal syariah menjadi perhatian khusus sebagai salah satu sasaran pengembangan pasar modal Indonesia (Bapepam-LK, 2005).

Sarana menuju modal sendiri yang lebih besar dalam perekonomian yang Islami menekankan perlunya pengorganisasian pasar modal primer dan sekunder yang lebih efisien agar dengan demikian dapat meningkatkan dana tanpa menimbulkan kesulitan dalam menyediakan likuiditas bagi para investor yang tidak dapat, atau tidak mau,

memegang uang yang mereka minta. Perkembangan suatu pasar primer akan menjadi sulit jika pasar sekunder tidak dikembangkan secara bersama-sama. *Islamic Fiqh Council* dari OKI mengamati: (dalam Ayub, 2009: 311-312)

“Walaupun konsep orisinal tentang pasar finansial cukup baik dan penerapannya sangat dibutuhkan dalam konteks dewasa ini, struktur mereka sekarang tidak menyajikan contoh untuk menjalankan sasaran investasi dan pertumbuhan modal dalam kerangka Islami. Situasi seperti ini menuntut upaya akademis yang sungguh-sungguh dalam kolaborasinya antara para ahli hukum dan ekonom sehingga dimungkinkan untuk meninjau sistem yang telah ada dengan prosedur dan instrumennya, serta untuk mengubah hal-hal yang perlu diubah dari sudut pandang prinsip syariah.”

Salah satu di antara hal-hal yang paling penting untuk tujuan ini adalah membuat perilaku yang rasional dengan harga saham sesuai dengan tingkat dividen pada umumnya agar dengan demikian dapat meyakinkan para investor akan saham dan bagi hasil. Pasar modal konvensional sebagaimana yang ada di dunia kapitalis, dengan gerakan nilai saham yang tidak stabil, dividen yang rendah, dan resiko hilangnya modal, tidak menawarkan jalan keluar yang menarik bagi para investor. Pasar modal syariah dapat menjadi alternatif instrument investasi dalam era globalisasi yang cenderung menjanjikan *return* atau margin

tanpa resiko hilangnya modal (jika dipertahankan sampai jatuh tempo) cenderung semakin menarik.

BAB II

PEREKONOMIAN INDONESIA KRISIS KEUANGAN GLOBAL DAN PERKEMBANGAN EKONOMI SYARIAH

“Sistem ekonomi syariah terbukti paling mampu bertahan dalam menghadapi krisis keuangan global. Ini karena sistem ekonomi syariah memiliki karakteristik positif yang menjalankan aspek keadilan dan kejujuran serta menghindari kegiatan spekulasi dalam bertransaksi.”

-Presiden RI Susilo Bambang Yudhoyono-

“Keuangan Syariah dapat berkontribusi dalam tatanan sistem perekonomian dengan resiliensi tinggi.”

-Darmin Nasution-

A. Pendahuluan

Perkembangan ekonomi keuangan syariah di Indonesia secara umum di tandai dengan perkembangan industri perbankan dan asuransi syariah (lihat Tabel 2.1), menimbulkan kebutuhan sumber dana atau investasi dengan produk-produk berbasis syariah. Fenomena ini juga mendorong lahir dan berkembangnya kegiatan pasar modal syariah di Indonesia (lihat Tabel 2.2).

**Tabel 2.1 Pengumpulan/Pengelolaan Dana Industri
Keuangan Syariah**

Rp. miliar

Kelompok	2006	2007	2008	2009	Q2 2010
Perbankan	26.722,0	36.537,6	49.555,0	66.089,0	75.205,00
Syariah	3	0	0	0	
Asuransi Syariah	950,44	1.693,80	1.834,98	2.606,42	3.497,00
Reksa Dana	723,40	2.203,00	1.814,80	4.630,00	5.006,63
Syariah					
Total	28.395,8	40.434,4	53.204,7	73.325,4	83.708,63
	7	0	8	2	
Pertumbuhan		42.40%	31.58%	37.82%	14.16%

Sumber: Statistik Perbankan Syariah dan Bapepam-LK

Tabel 2.2 Pendanaan Pasar Modal

Rp. miliar

Kelompok	2006	2007	2008	2009	Q2 2010
Sukuk Korporasi (Obligasi Syariah)	2.282,00	3.174,00	5.044,40	7.015,40	7.715,40
Sukuk Negara (SBSN)	N.A	N.A	4.699,70	20.335,24*	38.284,30*
Total	2.282,00	3.174,00	9.744,1	27.350,64	45.999,70
Pertumbuhan		39.09%	207.00%	180.69%	68.19%

Keterangan: * termasuk Sukuk Negara Valas (Global) sebesar US\$650 juta & Sukuk yang tidak diperdagangkan
Sumber: Statistik DJPU dan Bapepam-LK

Keberadaan pasar modal syariah tersebut juga didukung oleh karakteristik Indonesia yang merupakan negara dengan penduduk mayoritas beragama Islam (potensi pasar yang besar), fundamental ekonomi yang cukup kuat, permintaan yang tinggi akan infrastruktur dan pembiayaan proyek (tumbuh 5,4% pada tahun 2010), dan *condusive regulatory framework*. Peluang lain yaitu, besarnya aliran dari negara-negara muslim terutama Negara-negara Timur Tengah (hingga 2020 diperkirakan punya dana USD 9 triliun) yang siap ditempatkan pada instrumen keuangan syariah termasuk pasar modal syariah. Di samping itu, pasar modal syariah dapat dijadikan alternatif pendanaan bagi industri keuangan syariah atau perusahaan-perusahaan lain (*Sharing*, 2010: 40-41).

Selain itu pula, ditengah carut-marut sistem ekonomi konvensional (dengan pasar modal sebagai pilar utama) akibat dari krisis keuangan global, pasar modal syariah dapat menjadi alternatif instrument investasi dalam era globalisasi. Pada bagian ini akan dipaparkan perekonomian Indonesia, krisis keuangan global, perkembangan ekonomi syariah di Indonesia dan global yang merupakan faktor pendukung

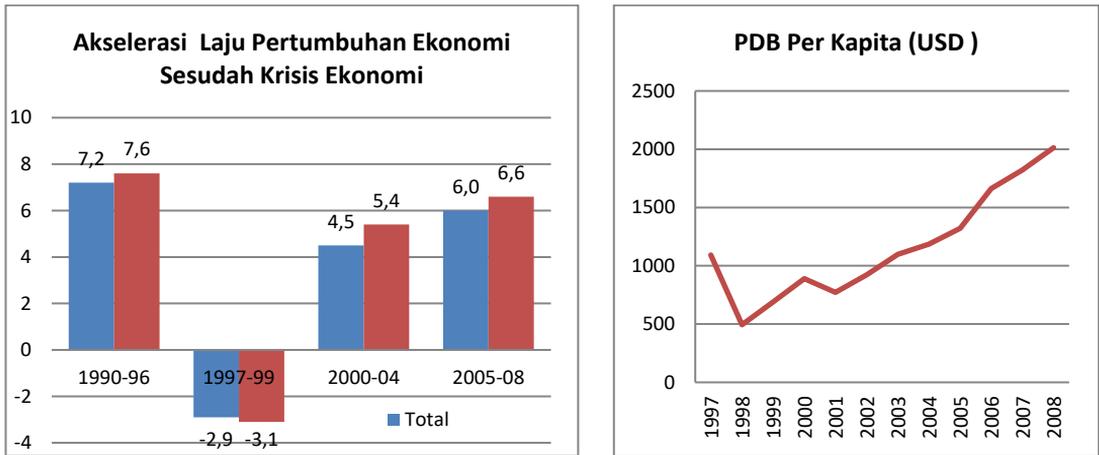
utama pasar modal syariah sebagai alternatif instrumen investasi dalam era globalisasi.

B. Gambaran Umum Perekonomian Indonesia

Indonesia memang terpuruk didera krisis dalam rentang waktu panjang yang membuat kita sering meratapi diri dan berkecil hati akan masa depan bangsa maupun nasib kita sendiri. Namun demikian, berbagai fakta yang ada sebetulnya justru semakin mendukung kesimpulan yang semula hanya dianggap sebagai suatu optimisme. Perekonomian Indonesia bukanlah sekedar telah pulih dari krisis, namun sudah pula menunjukkan tanda-tanda kebangkitan. Dengan memcermati secara menyeluruh, perkembangan perekonomian Indonesia rasanya tetap dapat meneguhkan kepercayaan kita terhadap prospek perkembangan ekonomi ke depan.

Secara umum, perekonomian Indonesia mengalami perbaikan dan menggambarkan kinerja yang cukup menggembirakan selama periode tahun 2000-2008. Dilihat dari pertumbuhan ekonomi berdasarkan data yang diperoleh dari Bank Indonesia, pada masa krisis ekonomi tahun 1998 pertumbuhan ekonomi Indonesia minus 13 %, pada tahun 2000 mulai membaik menjadi 4,8 %, tahun 2004 terus membaik menjadi 5,1 %, dan pada tahun 2008 mencapai 6.1 %, meskipun berada dalam berbagai tekanan dari sisi eksternal seperti tingginya harga minyak bumi dan harga

beberapa komoditi dunia lainnya, serta melambatnya pertumbuhan ekonomi global.



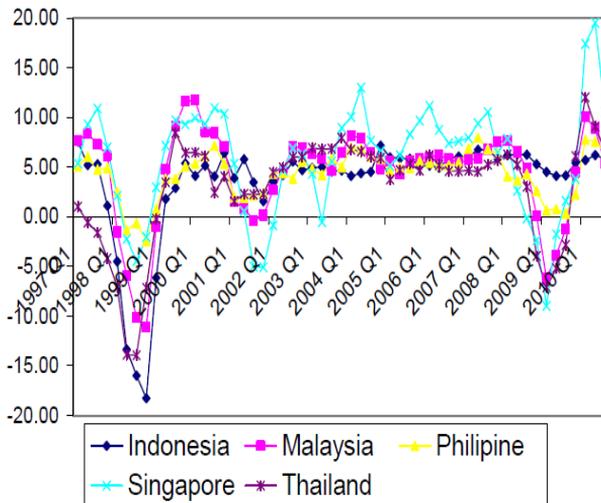
Grafik 2.1 Akselerasi Pertumbuhan Ekonomi Pasca-Krisis Moneter

Sumber: Menko Bidang Perekonomian RI

Kondisi perekonomian global yang masih mengalami tekanan akibat krisis keuangan global menghadapi perekonomian Indonesia pada sejumlah tantangan yang tidak ringan selama tahun 2009. Tantangan itu cukup mengemuka pada awal tahun 2009, sebagai akibat masih kuatnya dampak krisis perekonomian global yang mencapai puncaknya pada triwulan IV 2008. Ketidakpastian yang terkait dengan kontraksi global dan sampai seberapa cepat pemulihan ekonomi global akan terjadi, bukan saja menyebabkan tingginya risiko di sektor keuangan, tetapi juga berdampak negatif pada kegiatan ekonomi di sektor riil domestik. Kondisi tersebut mengakibatkan stabilitas moneter dan

sistem keuangan pada triwulan I 2009 masih mengalami tekanan berat, sementara pertumbuhan ekonomi juga dalam tren menurun akibat kontraksi ekspor barang dan jasa yang cukup dalam. Kondisi tersebut menurunkan kepercayaan pelaku ekonomi di sektor keuangan dan sektor riil, serta berpotensi menurunkan berbagai kinerja positif yang telah dicapai dalam beberapa tahun sebelumnya. Secara umum, perekonomian Indonesia tahun 2009 telah mampu melewati tahun penuh tantangan tersebut dengan capaian yang cukup baik. Meskipun melambat dibandingkan dengan tahun 2008, pertumbuhan ekonomi tahun 2009 dapat mencapai 4,6%, tertinggi ketiga di dunia setelah China dan India. Pada tahun 2010 pertumbuhan ekonomi Indonesia tumbuh sebesar 6,1%.

Ekonomi Indonesia tidak terlepas dari ekonomi negara-negara tetangga terutama negara ASEAN. Grafik 2.2 akan memperlihatkan pertumbuhan ekonomi negara-negara anggota ASEAN. Pertumbuhan ekonomi tertinggi untuk kuartal I pada tahun 2010 dimiliki oleh negara Singapura. Padahal negara ini mengalami pertumbuhan yang negatif selama hampir 7 kuartal sehingga Singapura dianggap mengalami resesi.



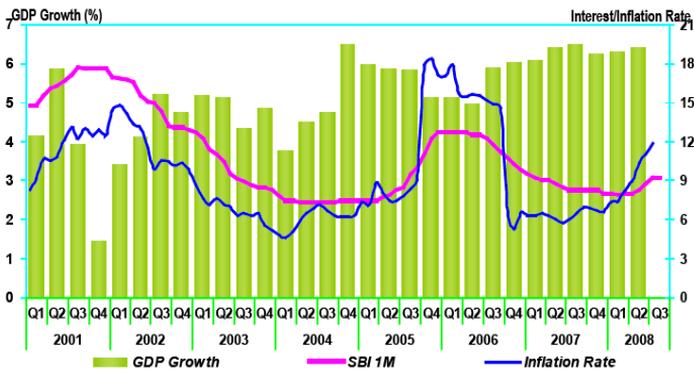
Grafik 2.2 Perkembangan Pertumbuhan Ekonomi Negara-negara ASEAN

Sumber: Manurung, 2010

Adapun negara yang sama dengan kondisi Singapura mengalami pertumbuhan negatif yaitu Malaysia dan Thailand. Sementara negara Filipina mengalami pertumbuhan ekonomi yang lebih baik dari tiga negara tersebut tetapi masih tetap jauh dibawah pertumbuhan ekonomi Indonesia. Keberhasilan Indonesia membuat pertumbuhan yang positif dikarenakan pemerintah tetap melakukan pengetatan dan kebijakan yang membuat pertumbuhan stabil.

Indikator makroekonomi lainnya seperti inflasi, suku bunga, kurs rupiah, dan ekspor-impor, menunjukkan situasi yang yang relatif stabil, dan bahkan cenderung menguat. Pada tahun 1998, rata-rata tingkat inflasi mencapai 77,6%,

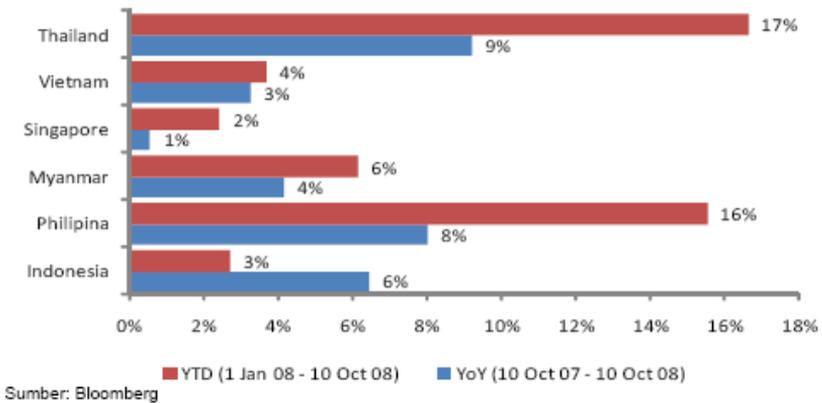
pada tahun 2000 mulai stabil menjadi 9,35%, tahun 2004 menjadi 6,4%, dan pada tahun 2008 rata-rata tingkat inflasi kembali meningkat menjadi 11,06% dikarenakan melonjaknya harga minyak dan komoditas pangan dunia, tahun 2009 inflasi juga tercatat rendah 2,78% (terendah dalam satu dekade terakhir), serta tahun 2010 dikarenakan anomali cuaca baik di tingkat global maupun domestik menyebabkan harga komoditas pangan di pasar global melonjak tajam, dan dalam waktu yang bersamaan harga-harga komoditas pangan di pasar domestik juga meningkat tinggi, inflasi tercatat meningkat menjadi 6,96%. Pada indikator suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) 1 bulan, pada tahun 1998 rata-rata SBI 1 bulan mencapai 38,4%, pada tahun 2000 mulai stabil menjadi 14,5%, tahun 2004 menjadi 7,43%, dan pada tahun 2008 rata-rata SBI 1 bulan menjadi 9,71%.



Sumber: BPS, Bank Indonesia

Grafik 2.3 Perkembangan Fundamental Ekonomi Indonesia

Pada indikator nilai kurs rupiah dengan perbandingan dolar Amerika (USD) rata-rata pada tahun 1998 Rp. 10.088/USD, tahun 2000 Rp. 8.400/USD, tahun 2004 Rp. 8.940/USD, dan pada tahun 2008 Rp. 9.666/USD. Pada tahun 2008 juga terlihat depresiasi rupiah terhadap USD masih normal jika dibandingkan dengan mata uang lain di Asia Tenggara, serta sejak awal triwulan II 2009, nilai tukar rupiah terapresiasi 18,4% dan ditutup pada level Rp 9.425/USD pada akhir Desember 2009.



Grafik 2.4 Depresiasi Rupiah Terhadap USD dibandingkan dengan Mata Uang lain di Asia Tenggara

Pada indikator kinerja ekspor, dalam periode tahun 1980–2008, struktur dan kinerja ekspor mengalami perkembangan yang menggembirakan, ekspor barang baik migas dan non migas, secara rata-rata meningkat 8,83% per tahun secara nominal, walaupun memang pada akhir tahun 2008 (krisis keuangan global) tepatnya bulan Agustus 2008

nilai ekspor Indonesia mengalami penurunan 0,4% dari bulan Juli 2008 namun secara kumulatif kinerja ekspor tahun 2008 meningkat 29,9% dari tahun 2007 dan selama periode Januari sampai Agustus 2008 nilai ekspor Indonesia mencapai USD 95,4 miliar. Sejalan dengan pengaruh kuat kontraksi ekonomi global, ekspor barang pada tahun 2009 mengalami penurunan tajam. Pada tahun 2009, ekspor barang tercatat 119,5 miliar dolar AS, atau mengalami pertumbuhan negatif 14,4% dibandingkan dengan tahun 2008. Kemudian hingga Oktober 2010 berdasarkan data BPS tercatat 125,13 miliar dolar AS, atau mengalami peningkatan 35,45% dibandingkan dengan tahun 2009.

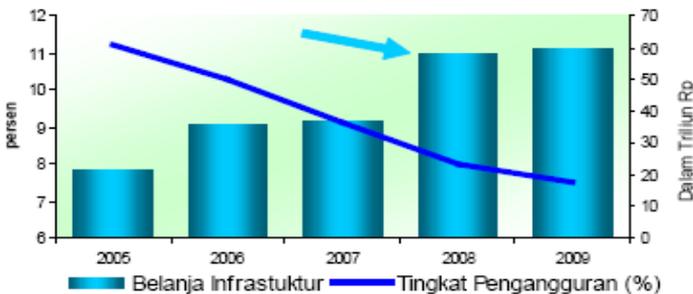
Tabel 2.5 Perbandingan Pangsa Pasar Ekspor Utama Indonesia

Negara	2003	Jan-Agust 2008	Perubahan
Amerika Serikat	14.7%	11.6%	-3.1%
Eropa	17.1%	13.9%	-3.2%
Jepang	14.4%	12.5%	-1.9%
RRC	5.9%	7.6%	1.7%
India	3.4%	6.5%	3.1%
Singapura	10.1%	9.8%	-0.3%
Korea Selatan	3.7%	4.4%	0.7
Taiwan	2.7%	2.6%	-0.1
Malaysia	4.9%	5.6%	0.7
Australia	2.3%	1.9%	-0.4
Lainnya	20.3%	23.7%	3.4

Sumber: BPS dan Depdag

Pada indikator ketenagakerjaan dan peningkatan peluang kerja, peningkatan kesempatan kerja terus terjadi dari tahun ke tahun. Jika tahun 2004, kesempatan kerja yang

tersedia sebesar 0,91 juta, pada tahun 2005 telah ada 1,5 juta kesempatan kerja. Di tahun 2006, menjadi 2,4 juta dan tahun 2007 meningkat lagi menjadi 4,4 juta kesempatan kerja. Dengan terus meningkatnya penciptaan kesempatan kerja, tentu saja angka pengangguran pun bergerak turun. Pada bulan Agustus 2006, angka pengangguran mencapai 11,93 juta orang atau 10,28 persen dari total angkatan kerja. Angka tersebut turun menjadi 10,54 juta orang atau 9,50 persen dari total angkatan kerja pada Februari 2007. *Trend* itu berlanjut hingga akhir 2007, di mana angka pengangguran turun menjadi sebesar 10,01 juta orang atau 9,11 persen dari total angkatan kerja. Tahun 2009 angka pengangguran terbuka yang juga sedikit menurun dari 8,1% pada Februari 2009 menjadi 7,9% pada Agustus 2009. Sementara itu, jumlah angkatan kerja yang terserap oleh sektor informal pada Agustus 2009 meningkat menjadi 72,7 juta jiwa dibandingkan kondisi Agustus 2008 sebesar 71,4 juta jiwa. Tren angka pengangguran tahun 2010 terbuka juga mengalami penurunan berdasarkan data BPS hingga Oktober 2010 menjadi 7,14%.



Grafik 2.6 Tingkat Pengangguran dan Belanja Infrastruktur

Sumber: Depkominfo, Depkeu, dan Bappenas

Selama tahun 2005-2007, jumlah lapangan kerja meningkat sekitar 6 juta. Kesempatan kerja pada sektor industri di perkotaan mengalami penurunan 229.000, akan tetapi di perdesaan meningkat sebesar 1,4 juta. Pada sektor pertanian di perkotaan, kesempatan kerja mengalami sedikit penurunan sekitar 211.000. Sebaliknya, di perdesaan bertambah 107.000. Di sektor produksi, pertumbuhan lapangan kerja di dominasi sektor jasa yang berkontribusi sekitar 2,7 juta di perkotaan dan 2,2 juta di pedesaan. Peningkatan lapangan kerja telah berhasil menurunkan angka pengangguran terbuka. Penciptaan lapangan kerja produktif diupayakan terus dan konsisten agar pengangguran terbuka semakin berkurang untuk mencapai target sebesar 5,1 persen pada tahun 2009.



Grafik 2.7 Perbandingan Kesempatan Kerja dan Tambahan Angkatan Kerja

Sumber: Depkominfo, Depkeu, dan Bappenas

**Tabel 2.4 Perbandingan Indikator Ekonomi Indonesia
dengan
Beberapa Negara Asia**

Kemajuan Ekonomi Setelah krisis Ekonomi 1997/98 Negara Asia									
(% atau % thd PDB untuk Utang LN)									
	Laju Pertumbuhan Ekonomi			Inflasi		Utang Luar Negeri		Tk. Pengangguran	
	1998- 04	2005- 07	2008	1998	2008	2002	2008	2000	2008
Indonesia	1.5	5.8	6.2	58.4	11.0	64.9	30.7	8.3	8.3
Thailand	5.0	5.0	4.5	8.1	3.0	48.8	29.9	2.4	1.4
Malaysia	5.6	6.0	5.7	5.2	4.3	48.4	31.3	3.5	3.3
Filipina	5.9	4.8	2.7	9.3	4.5	69.8	45.4	11.2	7.3
Korea Selatan	6.1	5.0	4.1	7.7	3.0	25.8	39.4	4.4	3.5

Sumber: IMF, International Financial
Statistics

Sejalan dengan indikator perkembangan perekonomian Indonesia yang menunjukkan perbaikan-perbaikan dari tahun ke tahun sebagaimana yang telah dipaparkan, pemerintah (kabinet Presiden RI Susilo Bambang Yudhoyono–Boediono) dalam evaluasi 1 tahun kinerja kabinetnya, juga mengklaim keberhasilan di bidang

perekonomian. Fakta memperlihatkan di bidang ekonomi, paling tidak secara makro misalnya, pertumbuhan ekonomi 2010 yang mencapai 6,1%, lebih tinggi daripada tahun sebelumnya yang hanya 4,6. Sementara angka pengangguran berkurang dari 8,1% pada 2009 menjadi 7,4% pada 2010. Tidak cuma itu, peringkat daya saing Indonesia juga meningkat signifikan. Forum Ekonomi Dunia, misalnya, September 2010 mengumumkan indeks daya saing global Indonesia di posisi ke-44, naik sepuluh tingkat daripada tahun 2009. Untuk kawasan ASEAN, posisi Indonesia itu lebih baik jika dibandingkan dengan Vietnam di posisi 59, Filipina (85), dan Kamboja (109). Namun, Indonesia masih kalah dari Singapura (3), Malaysia (26), Brunei (28), dan Thailand (38).

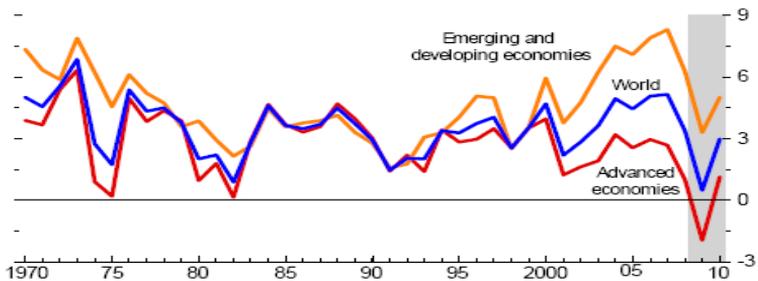
C. Krisis Keuangan Global dan Perekonomian Indonesia

1. Krisis Keuangan Global 2008

Semakin banyak yang sepakat, bahwa lonjakan arus likuiditas itu tidak terkait dengan arus kegiatan-kegiatan di sektor riil pada skala global. Gejolak itu yang ditimbulkan arus likuiditas ini beberapa kali telah menimbulkan krisis perbankan, krisis pasar modal, atau krisis finansial, yang mampu memicu krisis multidimensional serupa yang terjadi di beberapa Negara seperti Asia, Rusia, beberapa Negara Amerika Latin pada pertengahan tahun 1990-an silam, bahkan krisis keuangan

di Amerika Serikat tahun 2008 yang hingga kini masih terasa dampaknya.

Krisis keuangan global 2008 yang telah terjadi, berbagai pihak mengaitkannya dengan kondisi perekonomian negara Amerika Serikat. Ketika kondisi perekonomian sebuah negara adidaya berubah dan mengalami guncangan, dapat dipastikan akan membawa konsekuensi yang luas pada perekonomian dunia. Media massa di berbagai belahan dunia dengan gencar memberitakan krisis keuangan Amerika Serikat yang telah mempengaruhi tatanan sistem keuangan berbagai negara di benua Amerika, Eropa, Asia Pasifik, Asia Selatan, bahkan Timur Tengah. Dampak krisis keuangan global ini dapat dilihat pada grafik 2.8 dan 2.9 di bawah ini.



Source: IMF staff estimates.

Grafik 2.8 Pertumbuhan Ekonomi Global (%)



Sources: Haver Analytics; and IMF staff estimates.

Grafik 2.9 Pertumbuhan Sektor Manufaktur dan Perdagangan Global (%)

Untuk mengetahui bebarapa hal mengenai krisis keuangan global 2008 yang merupakan kisah penuh ketamakan, kemunafikan, dan kebodohan besar (sebagaimana juga kejadian tersebut diilustrasikan oleh film yang dirilis bulan September 2010, “*WALL STREET: Money Never Sleep*”). Berikut ini juga dikutipkan dari Depkominfo, Depkeu, dan Bapennas (2009) kronologis kisah tersebut, sebagai berikut:

a. Bermula dari *Suprime Mortgage*

Sejak tahun 1925, di Amerika Serikat sudah ada Undang-undang *Mortgage*, peraturan yang berkaitan dengan sektor properti, termasuk kredit pemilikan rumah. Semua warga AS, asalkan memenuhi syarat tertentu, bisa mendapatkan kemudahan kredit kepemilikan properti, seperti KPR. Kemudahan pemberian kredit terjadi ketika harga

properti di AS sedang naik. Kegairahan pasar properti membuat spekulasi di sektor ini meningkat. Para penyedia kredit properti memberikan suku bunga tetap selama tiga tahun. Hal itu membuat banyak orang membeli rumah dan berharap bisa menjual dalam tiga tahun sebelum suku bunga disesuaikan.

Permasalahannya, banyak lembaga keuangan pemberi kredit properti di Amerika Serikat menyalurkan kredit kepada penduduk yang sebenarnya tidak layak mendapatkan pembiayaan. Mereka adalah orang dengan latar belakang *non-income non-job non-activity (NINJA)* yang tidak mempunyai kekuatan ekonomi untuk menyelesaikan tanggungan kredit yang mereka pinjam.

Situasi tersebut memicu terjadinya kredit macet di sektor properti (*subprime mortgage*). Selanjutnya, kredit macet di sektor properti mengakibatkan efek domino ambruknya lembaga-lembaga keuangan besar di Amerika Serikat. Hal ini disebabkan karena lembaga pembiayaan sektor properti pada umumnya meminjam dana jangka pendek dari pihak lain, termasuk lembaga keuangan.

Jaminan yang diberikan perusahaan pembiayaan kredit properti adalah surat utang, mirip *subprime mortgage securities*, yang dijual kepada lembaga-lembaga investasi dan investor di berbagai

negara. Padahal, surat utang itu ditopang oleh jaminan debitor yang kemampuan membayar KPR-nya rendah. Dengan banyaknya tunggakan kredit properti, perusahaan pembiayaan tidak bisa memenuhi kewajibannya kepada lembaga-lembaga keuangan, baik bank investasi maupun *asset management*. Hal itu mempengaruhi likuiditas pasar modal maupun sistem perbankan.

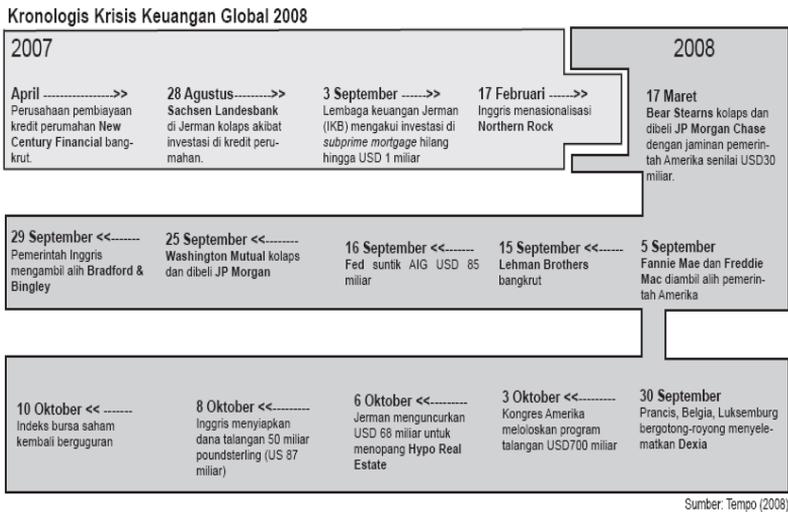
Setelah itu, terjadi pengeringan likuiditas lembaga-lembaga keuangan akibat tidak memiliki dana aktiva untuk membayar kewajiban yang ada. Ketidakmampuan bayar kewajiban tersebut membuat lembaga keuangan lain yang memberikan pinjaman juga terancam bangkrut. Kondisi yang dihadapi lembaga-lembaga keuangan besar di Amerika Serikat juga mempengaruhi likuiditas lembaga keuangan lain, yang berasal dari Amerika Serikat maupun di luar Amerika Serikat. Terutama lembaga yang menginvestasikan uangnya melalui instrumen lembaga keuangan besar di Amerika Serikat. Di sinilah krisis keuangan global bermula.

Untuk menghindari meluasnya krisis *subprime mortgage* dan membawa dampak buruk terhadap perekonomian Amerika Serikat, pemerintah Amerika Serikat dan Bank Sentral Amerika (*The Fed*) mengeluarkan kebijakan untuk membantu beberapa

lembaga-lembaga keuangan besar tersebut. Upaya tersebut sekaligus dikemas dalam kebijakan moneter untuk menekan angka inflasi serta menstabilkan nilai tukar mata uang dolar Amerika Serikat. Rangkaian tindakan antisipasi di Amerika Serikat telah dimulai pada tanggal 5 September. Saat itu, pemerintah AS mengambil alih perusahaan pembiayaan Fannie Mae dan Freddie Mac untuk penyehatan arus kas dua perusahaan tersebut. Selanjutnya, pada tanggal 16 September The Fed mengucurkan pinjaman USD 85 miliar ke American International Group untuk mengambil alih 80 persen saham perusahaan asuransi tersebut.

Pada tanggal 18 September 2008, Pemerintah AS meminta Kongres untuk menyetujui paket penyelamatan ekonomi, berupa dana talangan pemerintah (*bailout*) USD 700 miliar. Presiden George Bush menyatakan perekonomian AS dalam bahaya jika Kongres tidak menyetujui rencana *bailout*. Meskipun demikian, tanggal 29 September 2008, Kongres AS menolak rencana *bailout*. Akibatnya, Indeks Dow Jones merosot 778 poin, posisi yang terbesar dalam sejarah pasar saham di Amerika Serikat. Akhirnya tanggal 3 Oktober 2008, Kongres menyetujui *bailout*. Selanjutnya, Presiden Bush menandatangani UU Stabilisasi Ekonomi

Darurat 2008. Undang-Undang yang memuat rencana pengucuran dana talangan pemerintah (*bailout*) sebesar USD 700 miliar untuk mengambil alih beberapa perusahaan dan lembaga keuangan yang merugi di pasar modal AS.

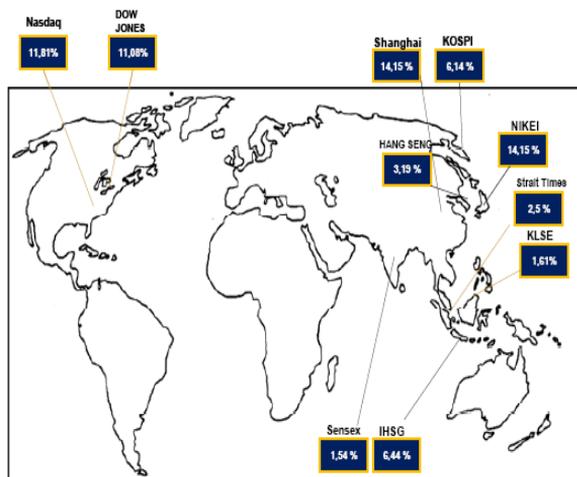


Gambar 2.1 Kronologis Krisis Keuangan Global 2008

b. Krisis Keuangan AS yang Menglobal

Masalah *subprime mortgage* di Amerika Serikat sebenarnya sudah mulai terlihat sejak Agustus 2007. Hal itu sudah ditengarai akan menjadi gelembung *subprime (bubble)*, akan tetapi pemerintah Amerika Serikat terus mengucurkan uang dan menurunkan suku bunga untuk mengangkat sektor industri teknologi yang mengalami penurunan. Usaha Pemerintah AS dengan mengucurkan dana talangan pemerintah sebesar USD 700 miliar, hanya sementara saja dapat meredam gejolak pasar.

Pasalnya, mayoritas investor di seluruh dunia terpaksa menjual portofolio saham yang dimiliki secara besar-besaran untuk menutupi kebutuhan likuiditas sehingga mengakibatkan terhempasnya pasar modal dunia. Secara khusus di Wall Street, mayoritas investor yang mengalami kerugian pada saat indeks saham jatuh 777,7 poin akibat penolakan *bailout* oleh *House of Representative*, ikut juga menjual portofolio yang ditanam di berbagai negara, termasuk di Indonesia.



Sumber: Bloomberg diolah Kuncoro, 2008

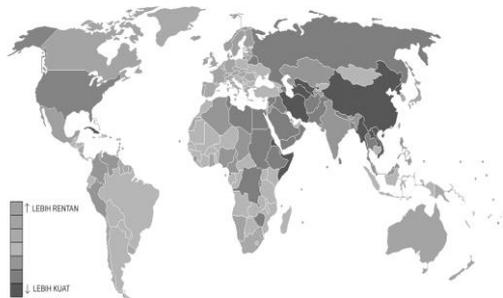
Gambar 2.2 Kinerja Bursa Dunia 14 Oktober 2008

Pada tanggal 10 Oktober, indeks bursa berbagai negara kembali jatuh, sehingga sepuluh bank sentral dari berbagai negara menurunkan suku bunga agar beban utang para investor yang merugi

tidak semakin besar. Hingga Agustus 2008, dampak krisis mengakibatkan jumlah penganggur di Inggris melejit menjadi 1,79 juta orang atau 5,7 persen dari angkatan kerja. Menurut *International Labour Organization*, inilah tingkat pengangguran terparah sejak Juli 1991. Semua sinyal itu menunjukkan perekonomian Inggris sedang mengarah ke resesi, Dana Moneter Internasional (IMF) meramalkan pertumbuhan ekonomi negeri Ratu Elizabeth itu tahun depan bakal minus 0,1 persen.

Gelombang krisis ekonomi juga telah melanda negara-negara Eropa Timur. Kredit yang dulu begitu mudah didapatkan di pasar keuangan sekarang sudah mulai susah didapatkan. Ukraina sudah mengajukan proposal pinjaman ke Dana Moneter Internasional sebesar USD 14 miliar untuk menjaga likuiditas perbankan. Hungaria bahkan sudah memiliki utang dari Bank Sentral Eropa USD 6,7 miliar. Sementara itu, Dana Moneter Internasional memperkirakan Estonia dan Latvia akan menjadi korban terparah. Pertumbuhan ekonomi Estonia tahun ini diperkirakan minus 1,5 persen dan tahun depan 0,5 persen. Ekonomi Latvia, negara di Laut Baltik, tahun ini bakal minus 0,9 persen dan pada 2009 minus 2,2 persen. Beberapa negara lain yang mengandalkan pendapatan dari minyak bumi atau

gas, seperti Rusia, juga terpukul akibat kejatuhan harga komoditas tersebut. Melihat situasi tersebut di atas, krisis keuangan yang menimpa Amerika Serikat dengan cepat merembet ke seluruh dunia. Setiap pemerintahan berusaha mencegah agar krisis tidak semakin dalam melumpuhkan perekonomian negara masing-masing.



Gambar 2.3 Dampak Krisis di Beberapa Kawasan

Sumber: Depkominfo, Depkeu, dan Bappenas, 2009

Tabel 2.5 Dampak Krisis di Kawasan Eropa

Dampak Krisis	Irlan dia	Ru sia	Bela nda	Ing gris	Pra ncis	Jer man
Bank/Institusi Keuangan/ Korporasi Bangkrut	X	X	X	X	X	X
Bank/Institusi Keuangan/ Korporasi Merugi	X	X	X	X	X	X

Inflasi Meningkat	X	X	X	X	X	X
Pertumbuhan Ekonomi Menurun	X	X	X	X	X	X
Indeks Bursa Saham Runtuh	X	X	X	X	X	X

Sumber: Depkominfo, Depkeu, dan Bappenas (2009)

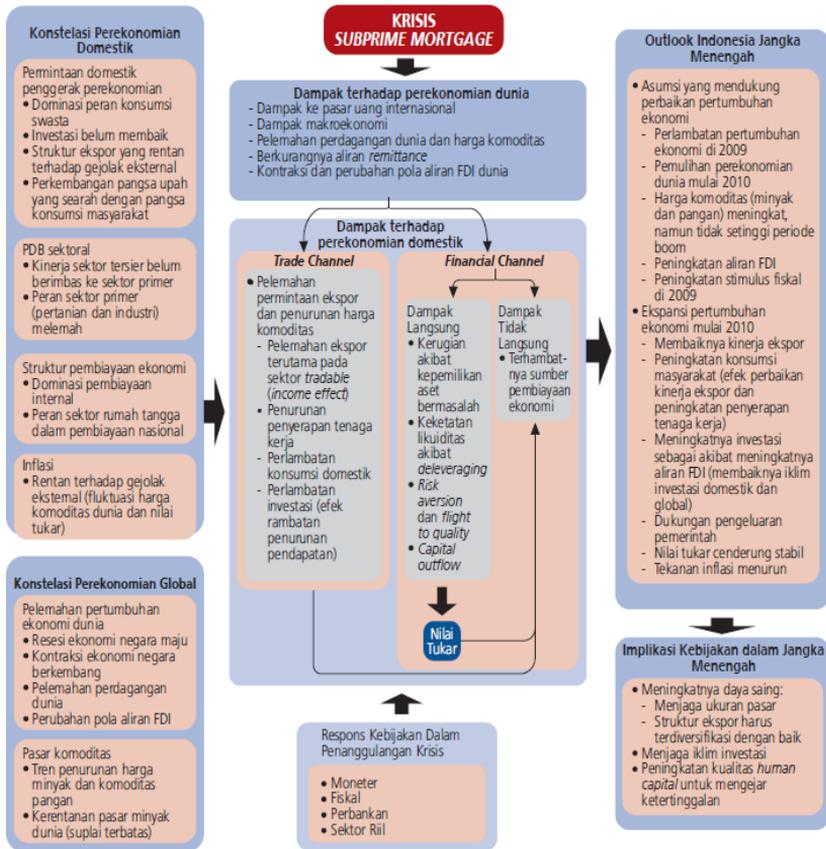
Tabel 2.6 Dampak Krisis di Kawasan Asia-Pasifik

Dampak Krisis	Cin a	Taiw an	Singapu ra	Philipi na	Jepa ng	Austra lia
Bank/ Institusi Keuangan/ Korporasi Bangkrut			X			
Bank/ Institusi Keuangan/ Korporasi Merugi	X	X	X	X	X	X
Inflasi Meningkat	X	X	X	X	X	X
Pertumbuhan Ekonomi Menurun	X	X	X	X	X	X
Indeks Bursa Saham Runtuh	X	X	X	X	X	X

Sumber: Depkominfo, Depkeu, dan Bappenas (2009)

2. Pengaruh Krisis Global Terhadap Perekonomian Indonesia

Sifat perekonomian Indonesia yang *open economy* (perekonomian terbuka) menyebabkan perkembangan ekonomi global berpengaruh terhadap kinerja perekonomian Indonesia. Hal ini terlihat pada krisis keuangan global tahun 2008, setelah mengalami perkembangan yang sangat baik sampai dengan pertengahan tahun 2008, kemudian perekonomian Indonesia terkena dampak dan ancaman krisis keuangan 2008 dengan terjadinya penurunan ekspor dan melambatnya pertumbuhan ekonomi. Untuk lebih jelasnya, dampak krisis keuangan global terhadap perekonomian Indonesia dapat dijelaskan pada gambar 2.4, sebagai berikut:



Gambar 2.4 Dampak Krisis Keuangan Global Terhadap Perekonomian Indonesia

Sumber: Bank Indonesia (2009)

Paling tidak terdapat tujuh indikator ekonomi penting lain yang terpengaruh di awal krisis ekonomi global, yang bisa menjadi cikal bakal terjadinya resesi ekonomi Indonesia jika tidak teratasi dengan baik menurut Lembaga Penyelidikan Ekonomi dan Masyarakat (LPEM) Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia

(Yendra [ed.], 2010: 32), indikator-indikator tersebut adalah:

- a. Pelemahan nilai tukar rupiah terhadap dolar AS yang sempat menyentuh level Rp, 12,000 per US\$;
- b. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Bursa Efek Indonesia (BEI) yang turun sangat drastis dibandingkan dengan awal Januari 2008;
- c. Harga komoditi di pasar internasional yang anjlok tajam mengikuti tren penurunan harga minyak mentah internasional, sebagai akibat turunnya permintaan dunia secara tajam;
- d. Kelangkaan likuiditas di sektor perbankan;
- e. Penurunan cadangan devisa;
- f. Memburuknya kinerja ekspor nasional; dan
- g. Beban Pembayaran utang luar negeri pemerintah dan sektor swasta.

Terkait dengan pengaruh krisis keuangan global terhadap perekonomian Indonesia, Menko Perekonomian Sri Mulyani Indrawati (sekarang mantan Menteri Keuangan) mengatakan dia cukup optimis pertumbuhan ekonomi Indonesia tahun 2009 dapat mencapai 5%. Dalam penjelasannya Menko Sri Mulyani mengatakan:

“Sekalipun harus menghadapi dampak krisis keuangan global, perekonomian Indonesia tahun 2009 akan dapat tumbuh dengan 5%. Hal itu berdasarkan evaluasi kinerja perekonomian Indonesia selama 5 tahun

terakhir dan realisasi APBN tahun 2008 yang baru saja lewat. Defisit APBN 2008 yang hanya mencapai 0,1% dari PDB, jauh lebih rendah dari rencana semula sebesar 2,1% dari PDB, memberikan ruang gerak yang lebih leluasa bagi Pemerintah melaksanakan program-program mendorong pertumbuhan, penciptaan lapangan kerja dan mengurangi kemiskinan. Sisa Lebih Penggunaan Anggaran (SILPA) APBN 2008 sebesar Rp 51,3 triliun merupakan *blessing in disguised* di tengah-tengah krisis global saat ini, karena Pemerintah dapat menggunakan sebagian dari jumlah itu untuk mendorong pertumbuhan ekonomi di tengah-tengah kelesuan global.”

D. Perkembangan Ekonomi Syariah di Indonesia

Memang tidak dapat dinafikan peran kebijakan-kebijakan yang buruk dalam krisis keuangan global 2008 dan 2009 tersebut sebagaimana yang telah diuraikan di atas, namun perlu diingat juga bahwa kebijakan tersebut bergerak di bawah sistem kredit atau bunga (*interest rate*) berbasiskan riba yang cenderung mengaburkan kebijakan tersebut dan sasarannya. Krisis keuangan global yang dipacu fenomena penggelembungan ekonomi (*bubble economics*), memicu orang untuk meninjau kembali sistem perbankan dan melirik keuangan syariah. Hal ini juga dengan tegas sebagaimana disampaikan Presiden RI Sulilo Bambang Yudhoyono dalam pembukaan Festival Ekonomi Syariah 2009 bahwa, ““*Sistem*

ekonomi syariah terbukti paling mampu bertahan dalam menghadapi krisis keuangan global. Ini karena sistem ekonomi syariah memiliki karakteristik positif yang menjalankan aspek keadilan dan kejujuran serta menghindari kegiatan spekulasi dalam bertransaksi.” Senada dengan itu Gubernur BI Darmin Nasution saat uji kelayakan di DPR juga menyampaikan bahwa, “*Keuangan syariah dianggap dapat berkontribusi dalam tatanan sistem perekonomian dengan resiliensi tinggi”*”.

Maraknya geliat penerapan ekonomi syariah di Indonesia, akhir-akhir ini, bak jamur yang tumbuh subur saat musim hujan. Tahun 1992 sebagai langkah awal perbankan syariah menarik nafas untuk berjalan, sedikit demi sedikit, telah mencapai berbagai daerah tujuan yang diidamkan. Walaupun lamban, geliat langkah demi langkah patut diapresiasi dengan “kegembiraan”. Data statistik perbankan syariah menunjukkan perkembangan yang signifikan. Tidak hanya di sektor perbankan, praktik ekonomi syariah juga menunjukkan geliatnya pada lembaga keuangan lainnya, seperti asuransi, pasar modal, reksa dana, koperasi syariah, dan lainnya.

Setelah berdirinya bank syariah pertama pada tahun 1992, yaitu Bank Muamalat Indonesia, industri keuangan syariah mulai mengalami *booming* sejak 1999 yang ditandai dengan kehadiran bank syariah kedua, Bank Syariah Mandiri, dan masuknya bank konvensional ke industri

keuangan syariah melalui pendirian Unit Usaha Syariah (UUS) yang dirintis pertama kali oleh bank IFI. Perbankan syariah yang mamiliki visi “terwujudnya sistem perbankan syariah yang kompetitif, efisien, dan memenuhi prinsip kehati-hatian serta mampu mendukung sektor riil secara nyata melalui kegiatan pembiayaan berbasis bagi hasil dan transaksi dalam kerangka keadilan, tolong menolong, dan menuju kebaikan guna mencapai kemaslahatan masyarakat,” dalam lima tahun terakhir, pertumbuhan aset perbankan syariah rata-rata mencapai 60% per tahunnya. Pertumbuhan jaringan yang luar biasa, hingga Maret 2011, terdapat 11 Bank Umum Syariah (BUS), 23 UUS dari bank konvensional, dan 152 BPRS serta kinerja yang dilihat dari rasio pembiayaan (*Financial to Deposit Ratio/FDR*) mencapai 93,22%.

Tabel 2.7 Perkembangan Kelembagaan dan Kinerja Bank Syariah

Indikator Utama	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Maret 2011
Kelembagaan Bank Umum Syariah (BUS)	3	3	3	5	6	11	11
	19	20	26	27	25	23	23

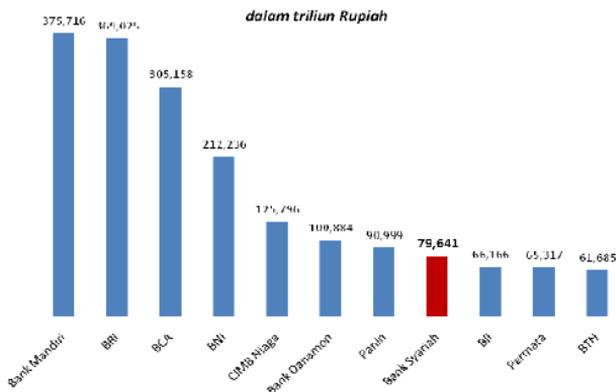
Unit Usaha Syariah (UUS)	415	531	594	822	998	1.477	1.575
Jumlah Kantor (BUS & UUS)							
Kinerja							
Total Asset (miliar Rp.)	20.879	26.722	36.538	49.555	66.090	97.519	101.189
DPK (miliar Rp.)	15.58	20.672	28.0	36.8	52.2	76.03	79.651
PYD (miliar Rp.)	2	98,90	12	52	71	6	71.449
FDR (PYD/DPK, %)	15.23	4,75	27.9	38.1	46.8	69.72	93,22
NPF gross (%)	2	13,73	44	95	86	4	3,60
CAR (%)	97,75		99,7	103,	89,7	89,67	166,57
	2,82		6	64	0	3,02	
	12,41		4,05	3,95	4,01	16,25	
			10,7	11,3	10,7		
			6	4	7		

Sumber: Bank Indonesia

**Tabel 2.8 Perkembangan Jenis-Jenis Pembiayaan
(miliar Rp.)**

Jenis Pembiayaan	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<i>Musyarakah</i>	1.898	2.335	4.406	7.411	10.412	14.624
<i>Mudharabah</i>	3.124	4.062	5.578	6.205	6.597	8.631
Piutang <i>Murabahah</i>	9.487	12.624	16.553	22.486	26.321	37.508
Piutang <i>Istishna</i>	282	337	351	369	423	347
Piutang <i>Qardh</i>	125	250	540	959	1.829	4.731
<i>Ijarah</i>	316	836	516	765	1.305	2.341
Total	15.232	20.445	27.944	38.195	46.886	68.181

Sumber: Bank Indonesiamber



Grafik 2.10 Posisi Aset iB Syariah

Sumber: Bank Indonesia (2011)

Di Indonesia, asuransi syariah juga mencatatkan pertumbuhan kinerja yang cukup signifikan. Berdasarkan data Biro Perasuransian Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK), aset asuransi syariah

sampai dengan 2009 tumbuh 63%, dari Rp1,85 triliun menjadi Rp3,02 triliun. Hingga triwulan pertama 2010 aset asuransi syariah sudah mencapai Rp3,29 triliun atau naik 8,68% (*year to date*). Tercatat jumlah perusahaan asuransi yang memiliki unit syariah sebanyak 38 unit dan 3 diantaranya merupakan perusahaan asuransi syariah murni. Pelaku asuransi syariah tersebut terdiri dari 3 asuransi jiwa syariah, 1 asuransi kerugian syariah, 17 asuransi jiwa yang memiliki cabang syariah, 20 asuransi kerugian yang memiliki cabang syariah, dan 3 reasuransi yang memiliki cabang syariah. Pangsa pasarnya hampir mencapai 3% dari premi asuransi secara keseluruhan di Indonesia. Padahal industri ini baru berkembang pada tahun 2003, setelah sempat stagnan setelah perusahaan asuransi syariah Takaful pertama didirikan pada tahun 1994.

Sejalan dengan perkembangan industri perbankan dan asuransi syariah tersebut, perkembangan kedua industri tersebut menimbulkan kebutuhan sumberdana atau investasi dengan produk-produk berbasis syariah. Fenomena ini mendorong lahir dan berkembangnya kegiatan pasar modal syariah di Indonesia. Hingga bulan November 2010 jumlah saham syariah sebanyak 209 atau 50% dari keseluruhan saham di BEI dengan nilai kapitalisasi pasar (*sharia market*) mencapai 45%. Jumlah reksa dana syariah juga telah meningkat menjadi 50 reksa dana syariah. Serta telah terdapat 1 dana pensiun lembaga keuangan syariah.

Dalam sektor non-keuangan, khususnya institusi Zakat, Infaq, Sedekah, dan Wakaf (ZISWAF) yang merupakan *voluntary sector* juga mengalami perkembangan. Pada tahun 2002 total ZISWAF yang berhasil terkumpul dan tercatat pada Badan Zakat Amil Nasional (BAZNAS) sebesar Rp. 68,39 milyar, terus berkembang dan pada tahun 2007 total ZISWAF yang terkumpul sebesar Rp. 361,33 milyar.

**Tabel 2.9 Penghimpunan ZIS BAZNAS dan Jaringan
BAZNAS
Tahun 2002-2007**

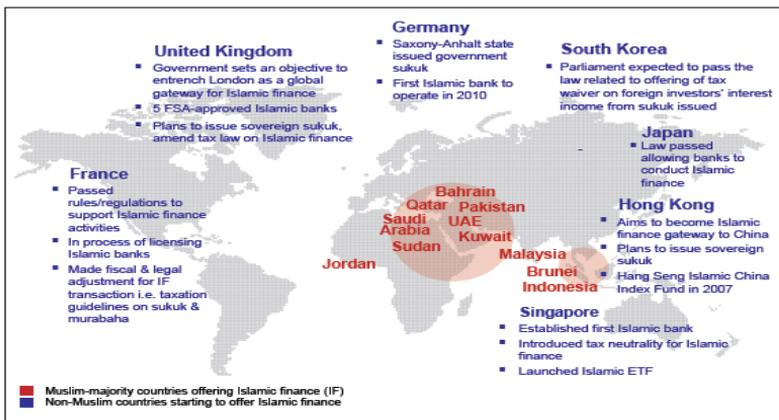
NO	NAMA LEMBAGA	Penerimaan ZIS (Ribuan Rp.)					
		2002	2003	2004	2005	2006	2007
I	BAZNAS (konter)	921.04 8	2.700. 073	3.322. 092	31.406 .810	20.026 .660	14.592 .016
II	UPZ BAZNAS *)	-	-	-	-	8.289. 356	12.308 .613
III	BAZDA Prov*)	11.589 .000	14.177 .504	18.412 .132	30.301 .714	114.40 6.553	102.62 9.312
IV	LAZ *)	55.68 0.209	68.405 .946	128.35 4.888	233.98 6.019	230.6 13.161	219.41 2.453
	TOTAL	68.391 .097	85.28 3.523	150.0 89.11	295.5 92.40	373.1 73.44	361.3 33.30
				2	3	7	7

E. Perkembangan Keuangan Islam Global dan Posisi Indonesia

Dalam konteks global, pertumbuhan industri keuangan syariah memang disebut paling pesat. *Moody's Investors Service* memperkirakan, potensi keuangan Islam masih jauh lebih besar dari pertumbuhan aktual saat ini. Dengan kata lain, masih banyak ruang yang kosong dalam industri non-ribawi ini. Sudah saatnya dunia bersegera membangun industri yang berprinsip syariah ini. Industri keuangan dinilai *Moody's* telah menemukan momentum baru saat ini. Perbankan syariah yang juga populer disebut *green banking*, adalah konsep yang relatif baru. Meski ekonomi global memburuk, total aset industri keuangan Islam pada tahun 2009, meningkat menjadi 950 miliar USD. *Moody's* memperkirakan potensi pasar bernilai sedikitnya 5 triliun USD dan industri yang terus berkembang global. Pelaku industri keuangan syariah perlu melakukan terobosan baru agar lebih atraktif bagi konsumennya. Dengan racikan pas antara sekuritisasi dan derivatif, industri keuangan syariah diyakini bakal melejit (*Republika*, 8/4/2010).

Ekonom keuangan syariah Abdul Mannan (2010) menjelaskan, untuk mengembangkan industri keuangan syariah, diperlukan sumber daya manusia (SDM) mumpuni yang dapat mengelola industri keuangan syariah yang asetnya diprediksi mencapai empat triliun USD dalam 10 tahun mendatang (*Republika*, 26/07/2010). Perkembangan

dan sebaran pasar keuangan syariah di dunia dapat dilihat pada gambar berikut:



Gambar 2.4 Sebaran Pasar Keuangan Syariah Dunia

Sumber: IFSB-IDB-IRTI (2010: 31)

Berdasarkan data *The Banker* tahun 2010, pertumbuhan aset keuangan Islam (*sharia-compliant assets*) global mencapai 8,9% dengan total aset dari 822 miliar USD tahun 2009 menjadi 895 miliar USD tahun 2010. Pertumbuhan tahun 2010 ini lebih rendah jika dibandingkan pertumbuhan tahun 2009 yang mencapai dua digit atau 28,6% dan rata-rata pertumbuhan dari tahun 2006 hingga 2010 adalah 23,46%. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada tabel 2.9, sebagai berikut:

Tabel 2.10 Perbandingan Aset Keuangan Islam Global (dalam juta USD)

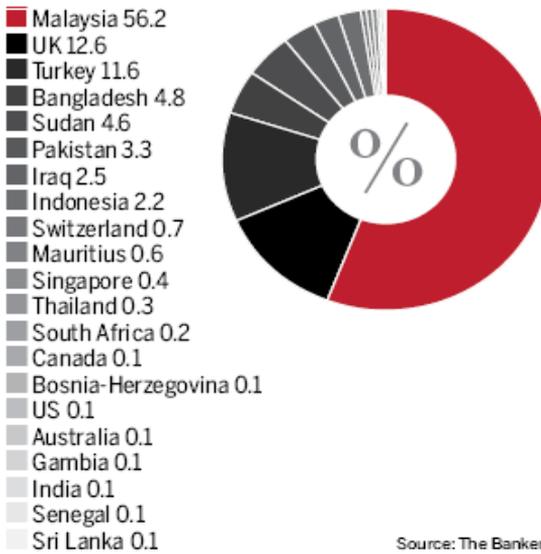
Wilayah	2007	%	2008	%	2009	%	2010	%
		C						

		<i>ha ng e</i>		<i>Ch an ge</i>		<i>C ha ng e</i>		<i>Ch ang e</i>
GCC (Gulf Cooperation Council, consisting of Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Saudi Arabia, dan the United Arab Emirates)	178.12 9,6	39 ,4	262. 665, 4	47, 5	353.2 37,5	34 ,5	372.4 84,2	5,5
Non-GCC MENA (Middle East and North Africa)	176.82 2,2	29 ,9	248. 264	40, 4	315.0 90,5	26 ,9	337.9 49,8	7,3
MENA Total	354.95 1,7	34 ,5	510. 929, 4	43, 9	668.3 28,5	30 ,8	710.4 34	6,3
Sub-Saharan Africa	4.708	54 ,9	6.66 2,1	41, 5	8.369 ,7	25 ,6	10.76 5,1	28, 6

Asia	119.34 6,5	20 ,9	86.3 60,3	- 27. 6	106.7 97,3	23 ,7	130.9 04,3	22, 6
Australia/Europ e/ America	21.475, 7	5, 8	35.1 05,2	63, 5	38.65 4,8	10 ,1	42.77 9,5	10, 7
Global Total	500.48 1,9	29 ,6	639. 067, 9	27, 7	822.1 35,1	28 ,6	894.8 82,7	8,9

Sumber: *The Banker* (2009 & 2010)

Dari data pada tabel 2.9 di atas, jumlah aset syariah keuangan global masih didominasi oleh negara-negara GCC (*Gulf Cooperation Council, consisting of Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Saudi Arabia, dan the United Arab Emirates*) dengan persentase aset syariahnya berdasarkan data *the Banker* tahun 2009 mencapai 42,9% atau 353,2 miliar USD dari seluruh total aset syariah keuangan global. Sedangkan posisi Indonesia yang berada pada kelompok negara non-MENA (*Middle East and North Africa*) persentase aser syariahnya jika dibandingkan dengan negara lain dalam kelompok non-MENA hanya 2,2%. Untuk lebih jelasnya mengenai posisi Indonesia jika dibandingkan dengan negara lain dalam kelompok non-MENA dapat dilihat pada grafik 2.11, sebagai berikut:



Grafik 2.11 Distribusi Aset Syariah Negara-Negara non-MENA Tahun 2009

Dalam perbandingannya antara perkembangan keuangan Islam di beberapa negara (Aset Syariah), berdasarkan data *The Banker* tahun 2009 dan 2010, Indonesia menduduki peringkat ke-17 tahun 2009 dan naik menjadi peringkat ke-13 tahun 2010 dari 25 negara yang terdaftar. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada tabel 2.11, sebagai berikut:

Tabel 2.11 Peringkat 25 Negara-Negara Berdasarkan Aset Syariah

TOP 25 COUNTRIES BY SHARIA-COMPLIANT ASSETS

Rank	Countries	Sharia-compliant assets \$m 2009	Rank	Countries	Sharia-compliant assets \$m 2010
1.	Iran	293.165,8	1.	Iran	314.897,4
2.	Saudi Arabia	127.896,1	2.	Saudi Arabia	138.238,5
3.	Malaysia	86.488,2	3.	Malaysia	102.639,4
4.	UAE	84.036,5	4.	UAE	85.622,6
5.	Kuwait	67.630,2	5.	Kuwait	69.088,8
6.	Bahrain	46.159,4	6.	Bahrain	44.858,3
7.	Qatar	27.515,4	7.	Qatar	34.676,0
8.	UK	19.410,5	8.	Turkey	22.561,3
9.	Turkey	17.827,5	9.	UK	18.949,0
10.	Bangladesh	7.453,3	10.	Bangladesh	9.365,5
11.	Sudan	7.151,1	11.	Sudan	9.259,8
12.	Egypt	6.299,7	12.	Egypt	7.227,7
13.	Pakistan	5.126,1	13.	Indonesia	7.222,2
14.	Jordan	4.621,6	14.	Pakistan	6.203,1
15.	Syria	3.838,8	15.	Syria	5.527,7
16.	Iraq	3.815	16.	Jordan	5.042,4
17.	Indonesia	3.388,2	17.	Brunei	3.314,7
18.	Brunei	3.201,4	18.	Yemen	2.338,7
19.	Yemen	1.318,3	19.	Thailand	1.360,8
20.	Switzerland	1.040,6	20.	Algeria	1.015,1
21.	Mauritius	943,5	21.	Mauritius	992,2

22.	Algeria	837,5	22.	Switzerland	935,5
23.	Tunisia	632,3	23.	Tunisia	770,1
24.	Singapore	618	24.	Singapore	725,0
25.	Thailand	495,5	25.	Palestine	612,5

Sumber: The Banker (2009 & 2010)

Sedangkan pada tingkat institusi keuangan Islam, peringkat 25 terbaik di dunia berdasarkan data the Banker tahun 2009 dapat dilihat pada tabel 2.12, sebagai berikut:

**Tabel 2.12 Peringkat 25 Institusi Keuangan Islam
Berdasarkan Aset Syariah**

TOP 25 INSTITUTIONS BY SHARIA-COMPLIANT ASSETS			
Rank	Institution	Country	Sharia-compliant assets \$m
1.	Bank Melli Iran, Tehran	Iran	59.621,8
2.	Al Rajhi Bank	Saudi Arabia	43.981,3
3.	Bank Saderat Iran, Tehran	Iran	43.067
4.	Bank Mellat, Tehran	Iran	41.650,6

5.	Kuwait Finance House	Kuwait	40.002,7
6.	Bank Tejarat, Tehran	Iran	31.807,6
7.	Bank Sepah, Tehran	Iran	26.378
8.	Dubai Islamic Bank, Dubai	UAE	23.941,4
9.	Parisian Bank	Iran	18.319
10.	Bank Keshavarzi (Agricultural Bank), Tehran	Iran	16.675
11.	HSBC Amanah (Global)	UAE	16.537
12.	National Commercial Bank Ltd, Jeddah	Saudi Arabia	16.135,5
13.	Abu Dhabi Islamic Bank	UAE	15.832,1
14.	Bank Rakyat	Malaysia	13.081
15.	Saudi British Bank	Saudi Arabia	12.288
16.	Al Baraka Banking Group	Bahrain	11.511,3
17.	Riyad Bank	Saudi Arabia	10.809,1

18.	Maybank Islamic Berhad	Malaysia	10.666,6
19.	Eghtesad Novin Bank	Iran	10.237,9
20.	Qatar Islamic Bank	Qatar	9.215,1
21.	Arab National Bank	Saudi Arabia	8.933,3
22.	Emirates NBD	UAE	8.433,5
23.	BIMB Holdings	Malaysia	7.459,9
24.	Bank Al Jazira	Saudi Arabia	7.338,6
25.	Emirates Islamic Bank	UAE	7.193,6

Sumber: The Banker (2009)

BAB III
PRINSIP DASAR TRANSAKSI BISNIS
DALAM EKONOMI SYARIAH

“Syariah merupakan inti pandangan dunia Islam. Ia merupakan batang tubuh pengetahuan yang memberikan tujuan yang tak lekang bagi peradaban muslim dan sarana yang penting untuk beradaptasi dengan perubahan.”

-Ziaudin Sardar-

A. Pendahuluan

Ajaran Islam telah menetapkan suatu kode etik perbisnisan yang komperhensif dan berusaha menghilangkan segala praktik eksploitatif. Dalam Islam bisnis telah dipandang sebagai suatu kegiatan terpuji yang dibenarkan dan tidak menghasilkan keuntungan yang tidak adil bagi setiap kelompok yang terlibat dalam transaksi bisnis. Tujuan pokok dalam mengatur praktik-praktik bisnis adalah untuk mencagah pemusatan kekayaan yang tidak semestinya pada beberapa kelompok tertentu sehingga menimbulkan *gap* atau ketidakmerataan pendapatan dan kekayaan.

Prinsip umum yang diterangkan dalam Al-Qur'an terhadap transaksi bisnis yang dapat dipakai adalah bahwa orang sepatutnya tidak saling merampas hak milik pribadi dengan cara-cara yang salah (lihat QS. An-Nisa: 29). Beberapa sabda atau hadist Nabi saw. memberikan pernyataan yang kongkrit mengenai apa yang benar dan salah

dalam bisnis dan perdagangan. Pada bagian ini yang akan menguraikan mengenai transaksi bisnis syariah dengan beberapa pembahasan mengenai sumber dan dasar hukum transaksi bisnis syariah, asas dan kaidah transaksi bisnis syariah, definisi transaksi bisnis syariah, rukun dan syarat transaksi bisnis syariah, faktor-faktor yang menyebabkan dilarangnya transaksi bisnis, serta bentuk-bentuk pembiayaan dalam transaksi bisnis syariah.

Perdagangan sekuritas di pasar modal secara umum tidak berbeda dengan perdagangan barang lainnya di pasar tradisional. Pasar modal juga mempunyai fungsi pokok yang sama dengan pasar pada umumnya, yaitu tempat bertemunya penjual dan pembeli, namun demikian dalam konteks pasar modal syariah sebagaimana transaksi bisnis lainnya di pasar, memiliki beberapa karakteristik dan mekanisme khusus yang harus dipenuhi berdasarkan syariah.

B. Sumber dan Dasar Hukum Transaksi Bisnis Syariah

Kelebihan hukum Islam adalah keluasan dan kedalaman asas-asasnya yang holistik mengenai seluruh permasalahan umat manusia yang berlaku sepanjang masa. Keluasan asas-asas yang terdapat dalam hukum Islam itu tidak terlepas dari karakteristik yang melekat pada konstruksi hukum Islam itu sendiri dimana hukum Islam berdasarkan atas wahyu Tuhan bersifat dinamis dalam menghadapi perkembangan kehidupan berdasarkan tututan ruang dan

waktu, serta bertujuan mengatur kehidupan individu maupun masyarakat menuju terciptanya peradaban Islam serta kesejahteraan dunia dan akhirat secara menyeluruh.

Pada dasarnya sumber hukum Islam berasal dari tiga sumber hukum, yaitu al-Qur'an dan Hadist (sebagai dua sumber utama), serta *ar-ra'yu* atau akal pikiran manusia yang terhimpun dalam ijtihad (Berdasarkan Hadis Nabi yang diriwayatkan oleh Muaz bin Jabal). Di Indonesia dasar hukum transaksi syariah berupa Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) dan Kompilasi Hukum Ekonomi Syariah.

1. Al-Qur'an

Menurut Fazlul Rahman (1984: 116), Al-Qur'an pada hakekatnya adalah dokumen keagamaan dan etika yang bertujuan praktis, yaitu untuk menciptakan masyarakat yang bermoral baik dan adil, yang terdiri dari manusia-manusia saleh, religius, memiliki kesepakatan dan keyakinan akan adanya satu Tuhan yang memerintahkan kebaikan dan melarang kejahatan. Al-Qur'an bukanlah sebuah kitab undang-undang hukum (*legal code*) memberikan perincian detail tentang perbuatan-perbuatan hukum yang kompleks dalam bentuk pasal-pasal. Al-Qur'an adalah sebuah kitab petunjuk dan bimbingan kehidupan secara umum. Oleh karena itu, ketentuan hukum dalam al-Qur'an tidak bersifat rinci; pada dasarnya ketentuan dalam al-Qur'an merupakan kaidah-kaidah umum. hanya beberapa butir ketentuan

yang memang membutuhkan perincian yang detail seperti dalam pernikahan dan kewarisan (Anwar, 2007: 15-16).

Beberapa ayat dalam al-Qur'an yang merupakan ketentuan pokok tentang hukum transaksi, antara lain sebagai berikut:

a. QS. Al-Baqarah: 188

“dan janganlah sebahagian kamu memakan harta sebahagian yang lain di antara kamu dengan jalan yang bathil dan (janganlah) kamu membawa (urusan) harta itu kepada hakim, supaya kamu dapat memakan sebahagian daripada harta benda orang lain itu dengan (jalan berbuat) dosa, Padahal kamu mengetahui.”

b. QS. Al-Baqarah: 275

“Padahal Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba...”

c. QS. An-Nisa: 29

“Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil, kecuali dengan jalan perniagaan yang Berlaku dengan suka sama-suka di antara kamu...”

d. QS. Al-Maidah: 1

“Hai orang-orang yang beriman, penuhilah akad-akad itu...”

2. Hadits

Berbeda dengan al-Qur'an yang otentisitas teksnya tidak diragukan lagi, hadist dalam banyak kasus tidak semuanya berstatus shahih (otentik). Para ahli hadist dalam banyak kasus membedakan hadist dari segi autentisitasnya menjadi tiga kategori, yaitu: hadist shahih, hadist hasan, dan hadist daif. Para ahli hukum Islam menyatakan bahwa hanya hadist shahih dan hadist hasan saja yang menjadi sumber hukum, sementara hadits daif tidak dapat menjadi hukum (Anwar, 2007: 16).

Dalam hadist, ketentuan dalam transaksi lebih terperinci daripada al-Qur'an. Namun perincian ini tidak terlalu mengatur hal-hal yang sangat mendetail, dan tetap dalam jalur kaidah-kaidah umum. Hadist-hadist pokok yang mengatur hukum transaksi, seperti:

عن عبد الله بن عمر نهي رسول الله صل الله عليه وسلم عن بيع الغرر [رواه مسلم]

“Dari Ibnu Umar: Rasulullah saw melarang semua transaksi yang mengandung unsur gharar.” (HR. Muslim)

عن جابر نهي رسول الله صل الله عليه وسلم عن بيع الثمر حتى يطيب [رواه مسلم]

“Dari Jabir: Nabi saw melarang menjual buah, kecuali setelah menjadi (tampak) baik.” (HR. Muslim)

عن عمرو بن شعيب قال رسول الله صل الله عليه وسلم لا بيع ما يس عندك [رواه الحاكم]

“*Dari Amr bin Syaib: Nabi saw bersabda tidak halal menjual sesuatu yang tidak berada di tanganmu.*” (HR. Al-Hakim)

عن ابن عمر أنّ رسول الله صل الله عليه نهى عن التّجش [روه مسلم]
“*Dari Ibnu Umar: Rasulullah saw melarang najsy.*”
(HR. Muslim)

3. Produk Ijtihad

Kata ijtihad berasal dari kata *jahada*, berarti “pencurahan segala kemampuan untuk memperoleh sesuatu dari berbagai urusan,” dengan kata lain suatu aktivitas sungguh-sungguh atau kerja keras untuk mendapatkan sesuatu. Secara terminologis ijtihad berarti pengerahan segenap kesanggupan oleh seorang ahli fiqih atau mujtahid untuk memperoleh pengetahuan tentang hukum syara’, dengan demikian ijtihad tidak berlaku dalam dan akhlak. (Mu’allim dan Yusdani, 2004: 11-12)

Kedudukan ijtihad dalam bidang muamalah memiliki peran yang sangat penting. Hal ini disebabkan sebagian besar ketentuan-ketentuan muamalat yang terdapat dalam al-Qur’an dan Hadist yang bersifat umum. Sedangkan dalam pelaksanaannya di masyarakat. Ijtihad juga dilakukan pada hal-hal yang tidak terdapat dalam al-Qur’an dan Hadist dan juga untuk masalah hukum baru yang timbul dan berkembang di masyarakat.

Dikarenakan karena belum adanya nash atau teks al-Qur’an maupun Hadist yang menghukumi secara jelas

dan pasti tentang keberadaan pasar modal atau instrumen saham, maka para ulama dan fuqaha kontemporer, berusaha untuk menemukan rumusan kesimpulan hukum tersendiri untuk saham. Usaha tersebut lebih dikenal dengan istilah *ijtihad*, yaitu sebuah usaha dengan sungguh-sungguh untuk mendapatkan dan mengeluarkan hukum syariah yang belum dikemukakan secara eksplisit dalam al-Qur'an dan Hadist dengan mengacu kepada sandaran dan dasar hukum yang diakui keabsahannya.

4. Fatwa Dewan Syariah Nasional

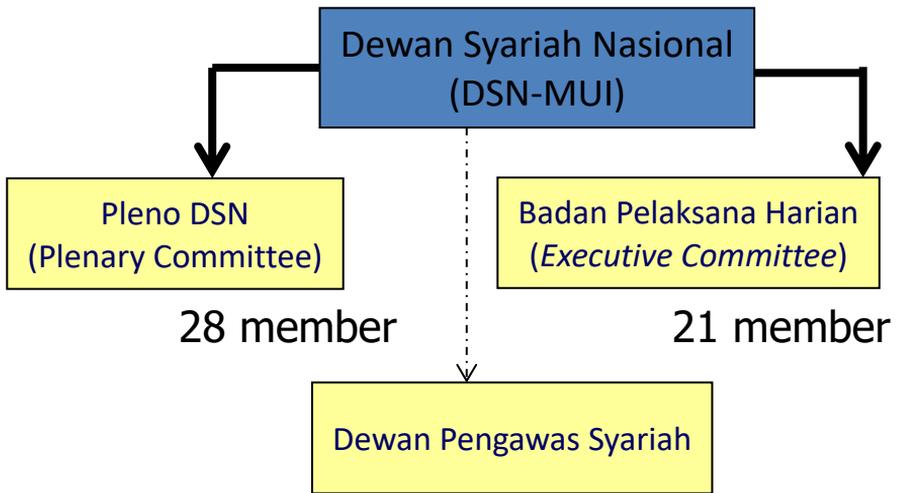
Definisi fatwa secara bahasa berarti penjelasan atau penerangan, merupakan menjelaskan hukum syar'i kepada penanya dan (sifatnya) tidak mengikat. Menurut Qardawi, fatwa merupakan menerangkan hukum syariah dalam suatu persoalan sebagai jawaban atas pertanyaan yang diajukan oleh peminta fatwa (*mustafti*) baik secara perorangan ataupun kolektif (Hidaya Y W, 2010). Hal-hal yang perlu diperhatikan terkait dengan fatwa menurut Hidaya Y W (2010) anggota DSN-MUI adalah sebagai berikut:

- a. Fatwa bersifat responsif, yang merupakan jawaban hukum yang dikeluarkan setelah adanya suatu pertanyaan atau permintaan fatwa (*based on demand*). Pada umumnya fatwa merupakan jawaban atas pertanyaan yang merupakan peristiwa atau kasus yang terjadi .

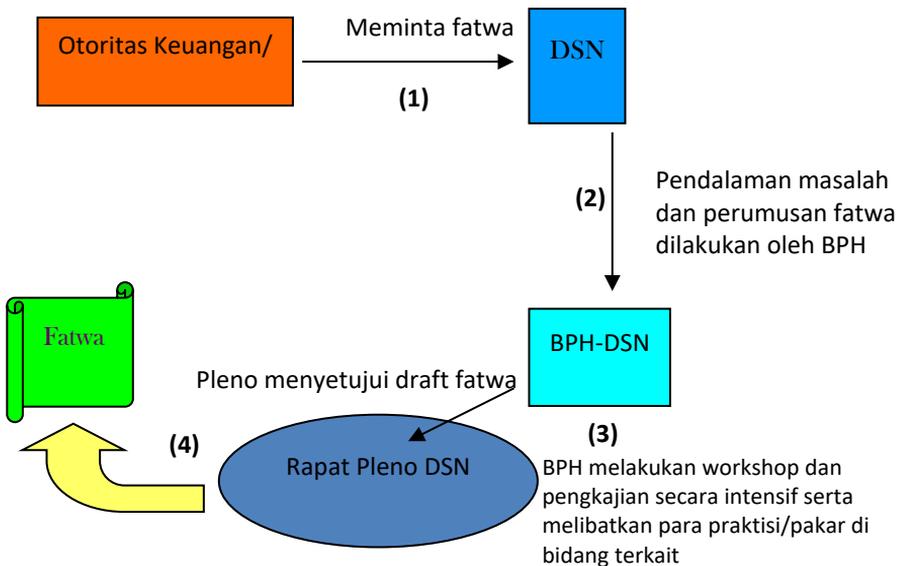
- b. Dari segi kekuatan hukum, fatwa tidaklah bersifat mengikat, orang yang meminta fatwa (*mustafti*) baik perorangan, lembaga maupun masyarakat luas tidak harus mengikuti isi atau hukum yang diberikan kepadanya. Sehingga agar dapat mengikat fatwa harus diadopsi atau diformalisasi oleh regulator

Keberadaan Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) merupakan peluang strategis bagi kemajuan lembaga keuangan syariah, karena isu yang diusung dan sistem yang dibangun oleh DSN (Hidaya Y W, 2010): adalah berdasarkan pada al-Qur'an dan Hadist yang merupakan dua sumber utama hukum Islam.

Dalam mengeluarkan fatwa terhadap suatu objek tertentu, pertama-tama DSN mengemukakan ketentuan-ketentuan umum tentang objek yang akan dikeluarkan fatwanya, kemudian pertimbangan-pertimbangan DSN mengeluarkan fatwa tersebut, kemudian memaparkan dasar hukum berupa dalil-dalil al-Qur'an, Hadist, Ijma, Qiyas, Kaidah Fiqih, dan pendapat para ulama bila ada. Adapun terkait dengan struktur DSN-MUI dan proses pembuatan fatwa DSN-MUI, dapat dijelaskan pada gambar berikut:



Gambar 3.1 Struktur DSN-MUI



Gambar 3.2 Proses Pembuatan Fatwa DSN

Fatwa yang dihasilkan DSN bersifat mengikat bagi lembaga keuangan syariah dan sebagai payung hukum praktik ekonomi syariah di Indoensia. Sebagai

contoh dalam hubungannya dengan pasar modal, Fatwa DSN 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal khususnya dalam memaparkan tentang ketentuan bentuk transaksi yang dilarang oleh syariah di pasar modal, antara lain:

- a. Pelaksanaan transaksi harus dilakukan menurut prinsip kehati-hatian serta tidak diperbolehkan melakukan spekulasi dan manipulasi yang didalamnya mengandung unsur *dharar*, *gharar*, *riba*, *maisir*, *risywah*, *maksiat* dan *kezaliman*;
- b. Transaksi yang mengandung *unsur dharar*, *gharar*, *riba*, *maisir*, dan *risywah*, *maksiat* dan *kezaliman* tersebut di atas meliputi.
 - *Najsy* yaitu melakukan penawaran palsu.
 - *Ba'i al-ma'dum* yaitu melakukan penjualan efek yang belum dimiliki (*short selling*).
 - *Insider Trading* yaitu memakai informasi orang dalam untuk memperoleh keuntungan atas transaksi yang dilarang.
 - Menimbulkan informasi yang menyesatkan.
 - *Margin Trading* yaitu melakukan transaksi atas efek dengan fasilitas pinjaman berbasis bunga atas kewajiban penyelesaian pembelian efek tersebut.
 - *Ihtikhar* yaitu melakukan pembelian dan atau pengumpulan suatu efek untuk menyebabkan

perubahan harga efek dengan tujuan mempengaruhi pihak lain.

- Transaksi-transaksi lain yang mengundang unsur *dharar, gharar, riba, maisir, risywah*, maksiat dan kezhaliman.

Kemudian fatwa tersebut dilengkapi oleh Fatwa DSN-MUI No. 80/DSN-MUI/X/2011 Tentang Penerapan Prinsip Syariah Dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Equitas di Pasar Reguler Bursa Efek: Pelaksanaan Perdagangan Efek harus dilakukan menurut prinsip kehati-hatian serta tidak diperbolehkan melakukan spekulasi, manipulasi, dan tindakan lain yang di dalamnya mengandung unsur *dharar, gharar, riba, maisir, risywah*, maksiat dan kezhaliman, *taghrir, ghisysy, tanajusy/najsy, ihtikar, bai' al-ma'dum, talaqqi al-rukban, ghabn*, riba dan *tadlis*. Tindakan-tindakan tersebut antara lain meliputi:

- a. Tindakan-tindakan yang termasuk dalam kategori *Tadlis* antara lain:
 - 1) *Front Running* yaitu tindakan Anggota Bursa Efek yang melakukan transaksi lebih dahulu atas suatu Efek tertentu, atas dasar adanya informasi bahwa nasabahnya akan melakukan transaksi dalam volume besar atas Efek tersebut yang diperkirakan mempengaruhi harga pasar,

tujuannya untuk meraih keuntungan atau mengurangi kerugian.

2) *Misleading information* (Informasi Menyesatkan), yaitu membuat pernyataan atau memberikan keterangan yang secara material tidak benar atau menyesatkan sehingga mempengaruhi harga Efek di Bursa Efek.

b. Tindakan-tindakan yang termasuk dalam kategori Taghrir antara lain:

1) *Wash sale* (Perdagangan semu yang tidak mengubah kepemilikan) yaitu transaksi yang terjadi antara pihak pembeli dan penjual yang tidak menimbulkan perubahan kepemilikan dan/atau manfaatnya (*beneficiary of ownership*) atas transaksi saham tersebut. Tujuannya untuk membentuk harga naik, turun atau tetap dengan memberi kesan seolah-olah harga terbentuk melalui transaksi yang berkesan wajar. Selain itu juga untuk memberi kesan bahwa Efek tersebut aktif diperdagangkan.

2) *Pre-arrange trade* yaitu transaksi yang terjadi melalui pemasangan order beli dan jual pada rentang waktu yang hampir bersamaan yang terjadi karena adanya perjanjian pembeli dan penjual sebelumnya. Tujuannya untuk membentuk harga (naik, turun atau tetap) atau kepentingan lainnya baik di dalam maupun di luar bursa.

c. Tindakan-tindakan yang termasuk dalam kategori *Najsy* antara lain:

- 1) *Pump and Dump*, yaitu aktivitas transaksi suatu Efek diawali oleh pergerakan harga uptrend, yang disebabkan oleh serangkaian transaksi inisiator beli yang membentuk harga naik hingga mencapai level harga tertinggi. Setelah harga mencapai level tertinggi, pihak-pihak yang berkepentingan terhadap kenaikan harga yang telah terjadi, melakukan serangkaian transaksi inisiator jual dengan volume yang signifikan dan dapat mendorong penurunan harga. Tujuannya adalah menciptakan kesempatan untuk menjual dengan harga tinggi agar memperoleh keuntungan.
- 2) *Hype and Dump*, yaitu aktivitas transaksi suatu Efek yang diawali oleh pergerakan harga uptrend yang disertai dengan adanya informasi positif yang tidak benar, dilebih-lebihkan, misleading dan juga disebabkan oleh serangkaian transaksi inisiator beli yang membentuk harga naik hingga mencapai level harga tertinggi. Setelah harga mencapai level tertinggi, pihak-pihak yang berkepentingan terhadap kenaikan harga yang telah terjadi, melakukan serangkaian transaksi inisiator jual dengan volume yang signifikan dan

dapat mendorong penurunan harga. Pola transaksi tersebut mirip dengan pola transaksi pump and dump, yang tujuannya menciptakan kesempatan untuk menjual dengan harga tinggi agar memperoleh keuntungan.

- 3) *Creating fake demand/supply* (Permintaan/Penawaran Palsu), yaitu adanya 1 (satu) atau lebih pihak tertentu melakukan pemasangan order beli/jual pada level harga terbaik, tetapi jika order beli/jual yang dipasang sudah mencapai best price maka order tersebut di-delete atau diamend (baik dalam jumlahnya dan/atau diturunkan level harganya) secara berulang kali. Tujuannya untuk memberi kesan kepada pasar seolah-olah terdapat demand/supply yang tinggi sehingga pasar terpengaruh untuk membeli/menjual.

d. Tindakan-tindakan yang termasuk dalam kategori Ikhtikar antara lain:

- 1) *Pooling interest*, yaitu aktivitas transaksi atas suatu Efek yang terkesan liquid, baik disertai dengan pergerakan harga maupun tidak, pada suatu periode tertentu dan hanya diramaikan sekelompok Anggota Bursa Efek tertentu (dalam pembelian maupun penjualan). Selain itu volume transaksi setiap harinya dalam periode tersebut

selalu dalam jumlah yang hampir sama dan/atau dalam kurun periode tertentu aktivitas transaksinya tiba-tiba melonjak secara drastis. Tujuannya menciptakan kesempatan untuk dapat menjual atau mengumpulkan saham atau menjadikan aktivitas saham tertentu dapat dijadikan benchmark.

- 2) *Cornering*, yaitu pola transaksi ini terjadi pada saham dengan kepemilikan publik yang sangat terbatas. Terdapat upaya dari pemegang saham mayoritas untuk menciptakan *supply* semu yang menyebabkan harga menurun pada pagi hari dan menyebabkan investor publik melakukan *short selling*. Kemudian ada upaya pembelian yang dilakukan pemegang saham mayoritas hingga menyebabkan harga meningkat pada sesi sore hari yang menyebabkan pelaku short sell mengalami gagal serah atau mengalami kerugian karena harus melakukan pembelian di harga yang lebih mahal.
- e. Tindakan-tindakan yang termasuk dalam kategori *Ghisysy* antara lain:
- 1) *Marking at the close* (pembentukan harga penutupan), yaitu penempatan order jual atau beli yang dilakukan di akhir hari perdagangan yang bertujuan menciptakan harga penutupan sesuai

dengan yang diinginkan, baik menyebabkan harga ditutup meningkat, menurun ataupun tetap dibandingkan harga penutupan sebelumnya.

- 2) *Alternate trade*, yaitu transaksi dari sekelompok Anggota Bursa tertentu dengan peran sebagai pembeli dan penjual secara bergantian serta dilakukan dengan volume yang berkesan wajar. Adapun harga yang diakibatkannya dapat tetap, naik atau turun. Tujuannya untuk memberi kesan bahwa suatu efek aktif diperdagangkan.
- f. Tindakan yang termasuk dalam kategori *Ghabn Fahisy*, antara lain: *Insider Trading* (Perdagangan Orang Dalam), yaitu kegiatan ilegal di lingkungan pasar finansial untuk mencari keuntungan yang biasanya dilakukan dengan cara memanfaatkan informasi internal, misalnya rencana-rencana atau keputusan-keputusan perusahaan yang belum dipublikasikan.
 - g. Tindakan yang termasuk dalam kategori Bai' al-ma'dum, antara lain: *Short Selling* (*bai' al-maksyuf*/jual kosong), yaitu suatu cara yang digunakan dalam penjualan saham yang belum dimiliki dengan harga tinggi dengan harapan akan membeli kembali pada saat harga turun.
 - h. Tindakan yang termasuk dalam kategori riba, antara lain: Margin Trading (Transaksi dengan

Pembiayaan), yaitu melakukan transaksi atas Efek dengan fasilitas pinjaman berbasis bunga (riba) atas kewajiban penyelesaian pembelian Efek.

Kemudian dalam Fatwa DSN-MUI No. 80 tersebut juga dijelaskan dengan tegas hal-hal sebagai berikut:

- a. Perdagangan Efek di pasar reguler bursa efek menggunakan akad jual beli (*bai'*)
- b. Efek yang ditransaksikan adalah efek yang bersifat ekuitas yang sesuai dengan syariah (terdapat dalam Daftar Efek Syariah)
- c. Pembeli boleh menjual efek setelah transaksi terjadi, meskipun *settlementnya* di kemudian hari (T+3) berdasarkan prinsip *qabdh hukmi*
- d. Mekanisme tawar menawar berkesinambungan menggunakan akad *bai' al-musawamah*
- e. SRO dapat mengenakan biaya (*ujrah*) untuk setiap jasa yang diberikan dalam menyelenggarakan perdagangan efek bersifat ekuitas
- f. Tidak melakukan tindakan yang tidak sesuai dengan prinsip syariah (sebagaimana yang uraiannya telah dijelaskan sebelumnya, ada sekitar 14 transaksi terlarang), sebagai berikut:
 - a. *Tadlis*: tindakan menyembunyikan informasi oleh pihak penjual dengan tujuan untuk mengelabui pihak pembeli

- b. *Taghrir*: upaya mempengaruhi orang lain, baik dengan ucapan maupun tindakan yang mengandung kebohongan agar orang lain terdorong untuk melakukan transaksi.
- c. *Najsy*: upaya menawar barang dengan harga yang lebih tinggi oleh pihak yang tidak bermaksud membelinya, untuk menimbulkan kesan banyak pihak yang berminat membelinya (penawaran palsu)
- d. *Ikhtikar*: upaya membeli suatu barang yang sangat diperlukan masyarakat pada saat harga mahal dan menimbunnya dengan tujuan untuk menjual kembali pada saat harga lebih mahal
- e. *Ghisysy*: salah satu bentuk *tadlis*, yaitu penjual menjelaskan/memaparkan keunggulan/keistimewaan barang yang dijual tetapi menyembunyikan kecacatannya
- f. *Ghabn Fahisy*: *ghabn* (ketidakseimbangan antara dua barang yang dipertukarkan dalam suatu akad) tingkat berat, seperti jual beli atas barang dengan harga jauh di bawah harga pasar
- g. *Bai' Al Ma'dum*: jual beli yang objeknya (*mabi'*) tidak ada pada saat akad
 - Bai' Al Makhsyuf*: jual beli secara tunai atas efek padahal penjual tidak memiliki efeknya

Dalam kaitannya dengan mengapa LKS mengajukan permintaan Fatwa kepada DSN-MUI? Secara umum karena DSN-MUI akan memberikan dasar atau hukum fiqih mengenai penyelenggaraan LKS tersebut. Dalam konteks pasar modal syariah, mengapa BEI mengajukan permintaan Fatwa kepada DSN-MUI? Dapat dijelaskan sebagai berikut:

- a. Banyak pertanyaan yang muncul tentang dasar atau hukum fiqih penyelenggaraan perdagangan efek di BEI.
- b. Pengembangan investasi syariah di Pasar Modal Indonesia membutuhkan landasan fiqih yang kuat.
- c. Akan memberikan ketenangan bagi investor yang akan berinvestasi sesuai syariah di pasar modal Indonesia.
- d. Mekanisme lelang berkelanjutan yang digunakan BEI dalam transaksi efek bersifat ekuitas ternyata sesuai dengan prinsip syariah.

5. Kompilasi Hukum Ekonomi Syariah (KHES)

Kompilasi Hukum Islam (KHES) di Indonesia merupakan rangkuman dari berbagai kitab yang ditulis ulama fiqih yang biasa dipergunakan sebagai referensi pada Pengadilan Agama untuk diolah dan dikembangkan serta dihimpun ke dalam satu himpunan. Materi atau bahan-bahan hukum (KHES) dimaksud telah diolah

melalui proses dan metode tertentu, kemudian dirumuskan dalam bentuk yang serupa dengan peraturan perundang-undangan. Bahan ini kemudian ditetapkan berlakunya melalui sebuah Keputusan Presiden untuk selanjutnya dapat digunakan oleh hakim Peradilan Agama dalam memeriksa, mengadili, dan memutuskan suatu perkara yang diajukan kepadanya. Kompilasi Hukum Islam di Indonesia merupakan langkah awal untuk kodifikasi hukum Islam di bidang muamalah yang berlaku dalam yurisdiksi Peradilan Agama bagi warga negara Indonesia yang beragama Islam.

Dalam KHES, hal mengenai transaksi (akad) syariah, diatur dalam Buku II tentang Akad. Dalam Bab II Pasal 21 KHES mengatur tentang asas akad diantaranya adalah:

- a. *Ihtiyari* (sukarela); setiap akad dilakukan atas kehendak para pihak, terhindar dari keterpaksaan karena tekanan salah satu pihak atau pihak lain.
- b. Amanah (menepati janji); setiap akad wajib dilaksanakan oleh para pihak sesuai dengan kesepakatan yang ditetapkan oleh yang bersangkutan dan pada saat yang sama terhindar dari cidera janji.
- c. *Ikhtiyati* (kehati-hatian); setiap akad yang dilakukan dengan pertimbangan matang dan dilaksanakan secara tepat dan cermat.

- d. *Luzum* (tidak berubah); setiap akad dilakukan dengan tujuan yang jelas dan perhitungan yang cermat, sehingga terhindar dari praktik spekulasi atau *maisir*.
- e. Saling menguntungkan; setiap akad dilakukan untuk memenuhi kepentingan para pihak sehingga tercegah dari praktik manipulasi dan merugikan salah satu pihak.
- f. *Taswiyah* (kesetaraan); para pihak dalam setiap akad memiliki kedudukan yang setara, dan mempunyai hak dan kewajiban yang seimbang.
- g. Transparansi; setiap akad dilakukan sesuai dengan pertanggungjawaban para pihak secara terbuka.
- h. Kemampuan; setiap akad dilakukan sesuai dengan kemampuan para pihak, sehingga tidak menjadi beban yang berlebihan dari yang bersangkutan.
- i. *Taisir* (kemudahan); setiap akad dilakukan dengan cara saling memberi kemudahan kepada masing-masing pihak untuk dapat melaksanakan sesuai dengan kesepakatan.
- j. Itikad baik; akad dilakukan dalam rangka menegakan kemaslahatan, tidak mengandung unsur jebakan dan perbuatan buruk lainnya
- k. Sebab yang halal; tidak bertentangan dengan hukum, tidak dilarang oleh hukum dan tidak haram.

Pada Bab III Pasal 22 sampai Pasal 25 tentang rukun dan syarat akad menyebutkan bahwa rukun akad terdiri atas:

a. Pihak-pihak yang berakad;

Pihak-pihak yang berakad adalah orang, persekutuan, atau badan usaha yang memiliki kecakapan dalam melakukan perbuatan hukum.

b. Obyek akad;

Obyek akad adalah *amwal* atau jasa yang dihalalakan yang dibutuhkan oleh masing-masing pihak.

c. Tujuan pokok akad;

Akad bertujuan untuk memenuhi kebutuhan hidup dan pengembangan usahamasing-masing pihak yang mengadakan akad.

d. Kesepakatan.

Pada Pasal 26 tentang Kategori Hukum Akad disebutkan beberapa akad tidak sah apabila bertentangan dengan:

a. Syariat Islam;

b. Peraturan perundang-undangan;

c. Ketertiban Umum; dan/atau

d. Kesusilaan

Pada Pasal 27 dan 28, hukum akad dibagi ke dalam tiga kategori, yaitu:

a. Akad yang sah;

Akad yang sah adalah akad yang terpenuhi rukun dan syarat-syaratnya.

- b. Akad yang *fasad*/dapat dibatalkan;

Akad yang *fasad* adalah akad yang terpenuhi rukun dan syarat-syaratnya, tetapi terdapat segi atau hal lain yang merusak akad tersebut karena pertimbangan masalah.

- c. Akad yang batal/batal demi hukum

Akad yang batal adalah akad yang kurang rukun dan syarat-syaratnya.

Pada Pasal 29 sampai dengan Pasal 35 dijelaskan bahwa akad yang sah sebagaimana dimaksud di atas adalah akad yang disepakati dalam perjanjian, tidak mengandung unsur:

- a. *Ghalath* atau khilaf (*Bedrog*);

Kekhilafan tidak mengakibatkan batalnya suatu akad kecuali kekhilafan itu terjadi mengenai hakikat yang menjadi pokok perjanjian.

- b. *Ikrah* atau paksaan (*Dwang*);

Paksaan adalah mendorong seseorang melakukan sesuatu yang tidak diadilinya dan tidak merupakan pilihan bebasnya.

Paksaan dapat menyebabkan batalnya akad apabila:

- 1) Pemaksa mampu untuk melaksanakannya;
- 2) Pihak yang dipaksa memiliki persangkaan kuat bahwa pemaksa akan segera melaksanakan apa

- yang diancamkannya apabila tidak mematuhi perintah pemaksa tersebut;
- 3) Yang diancamkan menekan dengan berat jiwa orang yang diancam. Hal ini tergantung pada orang perorang;
 - 4) Ancaman akan dilaksanakan secara serta merta;
 - 5) Paksaan bersifat melawan hukum.
- c. *Taghrir* atau tipuan (*Dwaling*);
- Penipuan adalah mempengaruhi pihak lain dengan tipu daya untuk membentuk akad, berdasarkan bahwa akad tersebut untuk kemaslahatannya, tetapi dalam kenyataannya sebaliknya. Penipuan merupakan alasan pembatalan suatu akad, apabila tipu muslihat yang dipakai oleh salah satu pihak, adalah sedemikian rupa hingga terang dan nyata bahwa pihak yang lain tidak membuat akad itu jika tidak dilakukan tipu muslihat.
- d. *Ghubn* atau penyamaran
- Penyamaran adalah keadaan dimana tidak ada kesetaraan antara prestasi dengan imbalan prestasi dalam suatu akad.

C. Definisi Transaksi Bisnis Syariah

Transaksi bisnis syariah atau dalam hukum Islam disebut akad berasal dari bahasa arab (*al-'aqd*) berarti perikatan, perjanjian, dan pemufakatan (*al-ittifaq*).

Kemudian didefinisikan oleh ulama fiqih yaitu, pertalian ijab (pernyataan melakukan ikatan) dan kabul (pernyataan penerimaan ikatan) sesuai dengan kehendak syariat yang berpengaruh pada objek perikatan. Yang dimaksud dengan “yang sesuai dengan kehendak syariat” maksudnya adalah bahwa seluruh perikatan yang dilakukan oleh dua pihak atau lebih tidak boleh apabila tidak sejalan dengan kehendak syarak, misalnya kesepakatan untuk melakukan transaksi riba, menipu orang lain, atau merampok kekayaan orang lain. Sedangkan pencantuman kalimat “berpengaruh pada objek perikatan” maksudnya adalah terjadinya perpindahan pemilikan dari satu pihak (yang melakukan ijab) kepada pihak laian (yang menyatakan kabul).

D. Rukun dan Syarat Transaksi Bisnis Syariah

Terdapat perbedaan pendapat ulama fiqih dalam menentukan rukun transaksi bisnis (akad). Jumhur ulama menyatakan bahwa rukun akad terdiri atas: pernyataan untuk mengikatkan diri (*sigah al-‘aqd*), pihak-pihak yang berakad, dan objek akad. Ulama Mazhab Hanafi berpendirian bahwa rukun akad hanya satu, yaitu *sigah al-‘aqd*, sedangkan pihak-pihak yang berakad dan objek akad, meneurut mereka, tidak termasuk rukun akad, tetapi masuk syarat akad, karena menurut mereka yang dikatakan rukun itu adalah suatu esensi yang berada dalam akad itu sendiri, sedangkan pihak-pihak

yang berakad dan objek akad sudah berada di luar esensi akad.

Sigah al-'aqd merupakan rukun akad terpenting karena melalui pernyataan inilah diketahui maksud setiap pihak yang melakukan akad. *Sigah al-'aqd* ini diwujudkan melalui ijab dan kabul. Dalam kaitannya dengan ijab dan kabul, ulama fiqih mensyaratkan:

- a. Tujuan pernyataan itu jelas, sehingga dapat dipahami dari pernyataan itu jenis akad yang dikehendaki, karena akad-akad itu sendiri berbeda dalam sasaran dan hukumnya;
- b. Antara ijab dan kabul terdapat kesesuaian; dan
- c. Pernyataan ijab dan kabul itu mengacu kepada suatu kehendak masing-masing pihak secara pasti, tidak ragu-ragu.

Kemudian terkait dengan syarat umum suatu akad, ulama fiqih menetapkan syarat umum yang harus dipenuhi oleh suatu akad adalah sebagai berikut:

- a. Pihak-pihak yang melakukan akad telah cakap bertindak hukum (mukalaf) atau jika objek akad itu merupakan milik orang yang tidak atau belum cakap bertindak hukum, maka harus dilakukan oleh walinya;
- b. Objek akad itu diakui oleh syarak. Untuk objek akad itu disyaratkan pula: berbentuk harta, dimiliki oleh seseorang, dan bernilai harta oleh syarak;
- c. Akad itu tidak dilarang oleh nas syarak;

- d. Akad yang dilakukan itu memenuhi syarat-syarat khusus dengan akad yang bersangkutan. Artinya, di samping memenuhi syarat-syarat umum yang harus dipenuhi suatu akad, akad tersebut juga harus memenuhi syarat-syarat khususnya;
- e. Akad itu bermanfaat;
- f. Ijab tetap utuh dan sah sampai terjadinya kabul. Apabila ijab tidak utuh dan tidak sah lagi ketika kabul diucapkan, maka akad itu tidak sah;
- g. Ijab dan kabul itu dilakukan dalam satu majelis, yaitu suatu keadaan yang menggambarkan proses suatu transaksi; dan
- h. Tujuan akad itu jelas dan diakui syarak. Tujuan akad ini terkait dengan bentuk akad yang dilakukan.

E. Prinsip dan Kaidah Transaksi Bisnis Syariah

1. Prinsip Transaksi Syariah

Dalam bermu'amalah atau bertransaksi, terdapat prinsip-prinsip dasar yang harus senantiasa dicermati. Menurut Ahmad Azhar Basyir (2000: 15-17), setidaknya ada empat prinsip utama dalam bermu'amalah, yaitu:

Pertama, pada dasarnya segala bentuk muamalat adalah *mubah*, kecuali yang ditentukan lain oleh al-Qur'an dan al-Sunnah. Prinsip ini memberikan ruang bagi manusia, umat Islam, untuk membentuk berbagai kreasi dalam berbisnis sesuai dengan tuntutan zaman yang

dihadapi. Tentu tetap dalam koridor yang telah ditetapkan an-nash. Misalnya, dalam kitab-kitab fiqh klasik, kita tidak menemukan istilah *bai' bi al-tsaman 'ajil* atau BBA. Adapun sekarang, perbankan syariah menggunakan akad tersebut dalam bertransaksi. Atau adanya jaminan dalam akad pembiayaan murabahah, dahulu tidak diperbolehkan. Pertimbangannya adalah karena uang yang disalurkan perbankan pada dasarnya dana yang dihimpun dari pihak ketiga. Agar tidak terjadi kerugian, baik terhadap pihak ketiga maupun perbankan, maka diperlukan jaminan guna memperkuat prinsip kehati-hatian. Lebih dari itu, ini juga membuktikan adanya pergeseran dari azas *yad al-amanah* ke azas *yad damanah*, di mana jaminan terhadap sebuah transaksi sangat diperlukan.

Kedua, muamalat dilakukan atas dasar *sukarela*, tanpa mengandung unsur paksaan. Prinsip ini sering kali disalahpahami oleh sementara pihak. Karena dianggap suka sama suka atau *'an tarodhim minkum*, ada yang beranggapan transaksi dengan menggunakan bunga adalah boleh. Padahal yang dikehendaki tidaklah demikian. Kalaulah kita cermati, justeru azas ini ingin menjunjung tinggi hak-hak kedua belah pihak yang bertransaksi. Adalah keliru bila masih ditemukan pihak perbankan syariah mengeluarkan aturan yang

memberatkan pihak nasabah pada satu sisi, dan menguntungkan perbankan syariah di sisi yang lain.

Ketiga, muamalat dilakukan atas dasar pertimbangan *mendatangkan manfaat* dan *menghindari mudharat* dalam hidup masyarakat. Dalam perbankan syariah, kita menemukan aturan bahwa setiap pembiayaan yang disalurkan haruslah dipergunakan untuk hal-hal yang tidak bertentangan dengan syariah. Misalnya dipergunakan untuk bisnis narkoba, perjudian, prostitusi, dan lain sebagainya. Demikian pula, bank syariah juga harus berhati-hati agar tidak digunakan untuk melakukan pencucian uang. Hal ini kiranya kurang diperhatikan selama ini. Tidak tertutup kemungkinan, bahkan dengan probabilitas yang cukup tinggi, bank syariah digunakan oleh koruptor untuk mencuci uang hasil korupsi.

Keempat, prinsip terakhir adalah muamalat dilaksanakan dengan memelihara nilai-nilai keadilan, menghindari unsur-unsur penganiayaan, pengambilan kesempatan dalam kesempitan, atau aspek lain yang bertentangan dengan nilai dan norma Islam. Misalnya pihak perbankan syariah mendorong si nasabah untuk memperpanjang pembiayaan, padahal berdasarkan analisis terhadap pertumbuhan ekonomi, bisnis yang dilakukan si nasabah tidak menjanjikan, bahkan akan mengalami kerugian di masa yang akan datang.

Ikatan Akuntan Indonesia (IAI) (2009) di dalam kerangka dasar penyusunan laporan keuangan syariah, merumuskan prinsip-prinsip dalam transaksi syariah, yaitu: persaudaraan (*ukhuwah*), keadilan (*'adalah*), kemaslahatan (*maslahah*), keseimbangan (*tawazun*), dan universalisme (*syumuliah*).

Prinsip persaudaraan (*ukhuwah*) esensinya merupakan nilai universal yang menata interaksi sosial dan harmonisasi kepentingan para pihak untuk kemanfaatan secara umum dengan semangat saling tolong menolong. Transaksi syariah menjunjung tinggi nilai kebersamaan dalam memperoleh manfaat (*sharing economics*) sehingga seseorang tidak boleh mendapat keuntungan di atas kerugian orang lain. Ukhuwah dalam transaksi syariah berdasarkan prinsip saling menganal (*ta'aruf*), saling memahami (*tafahum*), saling menolong (*ta'awun*), saling menjamin (*takaful*), saling bersinergi dan beraliansi (*tahaluf*).

Prinsip keadilan (*'adalah*) esensinya menempatkan sesuatu hanya pada tempatnya dan memberikan sesuatu sesuai posisinya. Implementasi keadilan dalam kegiatan usaha berupa aturan prinsip muamalah yang melarang adanya unsur:

- Riba (unsur bunga dalam segala bentuk dan jenisnya, baik riba *nasiah* maupun *fadhil*);

- Kezaliman (unsur yang merugikan diri sendiri, orang lain, maupun lingkungan);
- *Maysir* (unsur judi dan sikap spekulatif yang dilarang);
- *Gharar* (unsur ketidakjelasan); dan
- Haram (unsur haram baik dalam barang maupun jasa serta aktivitas operasional yang terkait).

Prinsip kemaslahatan (*mashlahah*) esensinya merupakan segala bentuk kebaikan atau manfaat yang berdimensi duniawi dan ukhrawi, material dan spiritual, serta individu dan kolektif. Kemaslahatan yang diakui harus memenuhi dua unsur yakni kepatuhan syariah (*halal*) serta bermanfaat dan membawa kebaikan (*thayib*) dalam semua aspek secara keseluruhan yang tidak menimbulkan kemadharatan. Transaksi syariah yang dianggap bermaslahat harus memenuhi secara keseluruhan unsur-unsur yang menjadi tujuan ketetapan syariah (*maqasid syariah*) yaitu berupa pemeliharaan terhadap:

- Aqidah, keimanan, dan ketakwaan (*dien*);
- Akal (*'aql*);
- Keturunan (*nasl*);
- Jiwa dan kemaslahatan (*nafs*); dan
- Harta benda.

Prinsip keseimbangan (*tawazun*) esensinya meliputi keseimbangan aspek material dan spiritual, aspek

privat dan publik, sector keuangan dan sector riil, bisnis dan social, keseimbangan aspek pemanfaatan dan pelestarian. Transaksi syariah tidak hanya menekankan pada maksimalisasi keuntungan perusahaan semata untuk keuntungan pemilik (*shareholders*). Sehingga manfaat yang didapatkan tidak hanya difokuskan pada pemegang saham, akan tetapi pada semua pihak yang dapat merasakan manfaat adanya kegiatan ekonomi.

Prinsip universalisme (*syumuliyah*) esensinya dapat dilakukan oleh, dengan, dan untuk semua pihak yang berkepentingan (*stakeholders*) tanpa membedakan suku, ras, dan golongan, sesuai dengan semangat kerahmatan semesta (*rahmatan lil 'alamin*).

2. Kaidah-Kaidah Fiqih Transaksi Bisnis

Banyak sekali usaha-usaha manusia yang berhubungan dengan barang dan jasa. Dalam transaksi saja para ulama menyebut tidak kurang dari 25 macam. Sudah barang tentu sekarang dengan perkembangan ilmu dan teknologi, serta tuntutan masyarakat yang makin meningkat, melahirkan model-model transaksi baru yang membutuhkan penyesuaian dari sisi hukum Islam. Penyesuaian yang satu sisi Islami dan di sisi lain mampu menyelesaikan masalah kehidupan yang nyata. Sudah tentu caranya adalah dengan menggunakan kaidah-kaidah. (Djazuli, 2007: 129)

Berikut adalah beberapa kaidah-kaidah khusus di bidang muamalah atau transaksi menurut Djazuli (2007: 130-138), sebagai berikut:

a.

الأَصْلُ فِي الْمُعَامَلَةِ الْإِبَاحَةُ إِلَّا أَنْ يَدُلَّ دَلِيلٌ عَلَى تَحْرِيمِهَا

“Hukum asal dalam semua bentuk muamalah adalah boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkannya.” (Himpunan Fatwa DSN-MUI Edisi Kedua Tahun 2003)

Maksud dari kaidah ini adalah bahwa setiap transaksi, pada dasarnya boleh, seperti jual beli, sewa menyewa, gadai, kerjasama (musyarakah atau mudharabah), perwakilan, dan lain-lain, kecuali yang tegas-tegas diharamkan seperti mengakibatkan kemudharatan, tipuan, judi, dan riba.

Ibnu Taimiyah menggunakan ungkapan lain:

الأَصْلُ فِي الْعَادَاتِ الْعَفْوُ فَلَا يَحْطَرُّ مِنْهُ إِلَّا مَا حَرَّمَ اللَّهُ

“Hukum asal dalam muamalah adalah pemaafan, tidak ada yang diharamkan kecuali apa yang diharamkan oleh Allah swt.”

b.

الأَصْلُ فِي الْعُقُودِ رِضَى الْمُتَعَاقِدِينَ وَنَتِيجَتُهُ مَا الْتَزَمَ بِهِ بِالنَّعَاقِدِ

“Hukum asal dalam transaksi adalah keridhaan kedua belah pihak yang berakad, hasilnya adalah berlaku sahnyanya yang diakadkan”

Keridhaan dalam transaksi adalah merupakan prinsip. Oleh karena itu, transaksi barulah sah apabila didasarkan pada keridhaan kedua belah pihak. Artinya, tidak sah suatu akad apabila salah satu pihak dalam keadaan terpaksa atau dipaksa atau juga dalam keadaan tertipu. Bisa terjadi pada waktu akad sudah saling meridhai, tetapi kemudian salah satu pihak merasa tertipu, artinya hilang keridhaannya, maka akad tersebut bisa batal. Contohnya seperti pembeli yang merasa tertipu karena dirugikan oleh penjual karena barangnya terdapat cacat.

Ungkapan yang lebih singkat dari Ibnu Taimiyah:

الأصلُ في العُقُودِ رضا المُتَعاقِدَيْنِ

“Dasar dari akad adalah keridhaan dari kedua pihak.”

c.

لَا يُجُوزُ لِأَحَدٍ أَنْ يَتَصَرَّفَ فِي مَلِكٍ غَيْرِهِ بِإِذْنِهِ

“Tiada seorang pun yang boleh melakukan tindakan hukum atas milik orang lain tanpa izin si pemilik harta.”

Atas dasar kaidah ini, maka si penjual haruslah pemilik barang yang dijual atau wakil dari pemilik barang atau yang diberi wasiat atau wakilnya. Tidak ada hak orang lain pada barang yang dijual

d.

الْبَاطِلُ لَا يَقْبَلُ الْإِجَارَةَ

“Akad yang batal tidak menjadi sah karena dibolehkan.”

Akad yang batal dalam hukum Islam dianggap tidak ada atau tidak pernah terjadi. Oleh karena itu, akad yang batal tetap tidak sah walupun diterima oleh salah satu pihak. Contohnya, Bank Syariah tidak boleh melakukan akad dengan lembaga keuangan lain yang menggunakan sistem bunga, meskipun sistem bunga diperbolehkan oleh pihak lain, karena sistem bunga sudah dinyatakan haram oleh DSN-MUI, akad baru sah apabila lembaga keuangan lain itu mampu menggunakan akad-akad yang diberlakukan pada perbankan syariah, yang akad-akad atau transaksi tanpa menggunakan sistem bunga.

e.

الإِحَازَةُ اللاحِقَةُ كَأَلْوِ كَأَلَةِ السَّابِقَةِ

“Izin yang datang kemudian sama kedudukannya dengan perwakilan yang telah dilakukan lebih dahulu.”

Seperti yang telah dikemukakan pada kaidah c bahwa pada dasarnya seseorang tidak boleh bertindak hukum terhadap harta milik orang lain tanpa seizin pemiliknya. Tetapi berdasarkan kaidah di atas, apabila seorang bertindak hukum pada harta milik orang lain, dan kemudian si pemilik harta mengizinkannya, maka tindakan hukum itu menjadi

sah, dan orang tadi dianggap perwakilan dari si pemilik harta.

f.

الأَجْرُ وَالضَّمَانُ لِأَيِّجَتَّةَعَان

“Pemberian upah dan tanggungjawab untuk mengganti kerugian tidak berjalan bersamaan.”

Yang dimaksud dengan dhaman atau ganti rugi dalam kaidah tersebut adalah mengganti dengan barang yang sama. Apabila barang tersebut ada di pasaran atau membayar seharga barang tersebut apabila barangnya tidak ada di pasaran. (Majalah Ahkam al-Adhiyat Pasal 416)

Contoh seorang menyewa kendaraan penumpang untuk membawa keluarganya, tetapi si penyewa menggunakannya untuk membawa barang-barang yang berat yang mengakibatkan kendaraan tersebut rusak berat. Maka, si penyewa harus mengganti kerusakan tersebut dan tidak perlu membayar sewaanannya. (Majalah *Ahkam al-Adhiyat* [MAA] Pasal 550)

g.

الْخَرَا جُ بِالضَّمَانُ

“Manfaat suatu benda merupakan faktor pengganti kerugian.”

Arti asal al-kharaj adalah sesuatu yang dikeluarkan baik manfaat benda maupun pekerjaan, seperti pohon

mengeluarkan buah atau binatang mengeluarkan susu. Sedangkan ad-dhaman adalah ganti rugi.

Contohnya, seekor binatang dikembalikan oleh pembelinya dengan alasan cacat. Si penjual tidak boleh meminta bayaran atas penggunaan binatang tadi. Sebab, penggunaan binatang tadi sudah menjadi hak pembeli. (Contoh lain lihat MAA Pasal 891 dan 903)

h.

الْغَرْمُ بِالْغَنَمِ

“Resiko itu menyertai manfaat”

Maksudnya adalah bahwa seseorang yang memanfaatkan sesuatu harus menanggung resiko. Biaya notaris adalah tanggungjawab pembeli kecuali ada keridhaan dari penjual untuk ditanggung bersama. Demikian pula halnya, seorang yang meminjam barang, maka dia wajib mengembalikan barang dan resiko ongkos-ongkos pengembaliannya. Berbeda dengan ongkos mengangkut dan pemeliharaan barang, dibebankan kepada pemilik barang. (Contoh lainnya dapat dilihat MAA Pasal 292 dan 1308)

i.

إِذَا بَطَلَ الشَّيْءُ بَطَلَ مَا فِي ضَمْنِهِ

“Apabila sesuatu akad batal, maka batal pula yang ada dalam tanggungannya.”

Contohnya, penjual dan pembeli telah melaksanakan akad jual beli. Si pembeli telah menerima barang dan si penjual telah menerima uang. Kemudian kedua belah pihak membatalkan jual beli tadi. Maka hak pembeli terhadap barang sudah batal dan hak penjual terhadap harga barang menjadi batal. Artinya, si pembeli harus mengembalikan barangnya dan si penjual harus mengembalikan harga barangnya.

j.

العَقْدُ عَلَى الْأَعْيَانِ كَالْعَقْدِ عَلَى مَنَافِعِهَا

“Akad yang objeknya suatu benda tertentu adalah seperti akad terhadap manfaat benda tersebut.”

Objek suatu akad bisa berupa barang tertentu, misalnya jual beli, dan bisa pula berupa manfaat suatu barang seperti sewa menyewa. Bahkan sekarang, objeknya bisa berupa jasa seperti jasa broker. Maka, pengaruh hukum dari akad yang objeknya barang atau manfaat dari barang adalah sama, dalam arti rukun dan syaratnya sama.

k.

كُلُّ مَا يَصِحُّ تَأْيِيدُهُ مِنَ الْعُقُودِ الْمُعَاوَضَاتِ فَلَا يَصِحُّ تَوْقِيفُهُ

“Setiap akad mu’awadhah yang sah diberlakukan selamanya, maka tidak sah diberlakukan sementara.”

Akad mu’awadhah adalah akad yang dilakukan oleh kedua pihak yang masing-masing memiliki hak dan

kewajiban, seperti jual beli. Satu pihak (penjual) berkewajiban menyerahkan barang dan berhak terhadap harga barang. Di pihak lain yaitu pembeli berkewajiban menyerahkan harga barang dan berhak terhadap barang yang dibelinya. Dalam akad yang semacam ini tidak sah apabila dibatasi waktunya, sebab akad jual beli tidak dibatasi waktunya. Apabila waktunya dibatasi, maka bukan jual beli tapi sewa menyewa.

l.

الْأَمْرُ بِالنَّصْرِ فِي مِلْكِ الْغَيْرِ بَاطِلٌ

“Setiap perintah untuk bertindak hukum terhadap milik orang lain adalah batal.”

Maksud kaidah ini adalah apabila seseorang memerintahkan untuk bertransaksi terhadap milik orang lain yang dilakukannya seperti terhadap miliknya sendiri, maka hukumnya batal. Contohnya, seorang kepala penjaga keamanan memerintahkan kepada bawahannya untuk menjual barang yang dititipkan kepadanya, maka perintah tersebut adalah batal.

m.

لَا يَتِمُّ النَّبْرُغُ إِلَّا بِالْقَبْضِ

“Tidak sempurna akad tabarru’ kecuali dengan penyerahan barang.”

Akad tabarru' adalah akad yang dilakukan demi untuk kebaikan semata seperti hibah atau hadiah. Hibah tersebut belum mengikat sampai penyerahan barangnya dilaksanakan.

n.

الجَوَازُ الشَّرْعِيُّ يَنَافِي الضَّمَانَ

“Suatu hal yang diperbolehkan syara’ tidak dapat dijadikan objek tuntutan ganti rugi.”

Maksud kaidah ini adalah sesuatu yang dibolehkan oleh syariah baik melakukan atau meninggalkannya, tidak dapat dijadikan tuntutan ganti rugi. Contohnya, si A menggali sumur di tempat miliknya sendiri. Kemudian binatang tetangganya jatuh ke dalam sumur tersebut dan mati. Maka, tetangga tadi tidak bisa menuntut ganti rugi kepada si A, sebab menggali sumur di tempatnya sendiri dibolehkan syariah.

o.

لَا يُنْزَعُ شَيْءٌ مِنْ يَدِ أَحَدٍ إِلَّا بِحَقِّ نَائِبٍ

“Suatu benda tidak bisa dicabut dari tangan seseorang kecuali atas dasar ketentuan hukum yang telah tetap.”

p.

كُلُّ قَبُولٍ جَائِزٌ أَنْ يَكُونَ قَبْلُوتٌ

“Setiap kabul/penerimaan boleh dengan ungkapan saya telah terima.”

Sesungguhnya berdasarkan kaidah ini adalah sah dalam setiap akad jual beli, sewa menyewa, dan akad lainnya untuk menyebut “qabiltu” (saya telah terima) dengan tidak mengulang rincian dari ijab. Rincian ijab itu, seperti saya jual barang ini dengan harga sekian dibayar tunai, cukup dijawab dengan “saya terima”.

q.

كُلُّ شَرْطٍ كَانَ مِنْ مَصْلَحَةِ الْعَقْدِ أَوْ مِنْ مُقْتَضَاهُ فَهُوَ جَائِزٌ

“Setiap syarat untuk kemaslahatan akad atau diperlukan oleh akad tersebut, maka syarat tersebut dibolehkan.”

Contohnya seperti dalam hal gadai emas kemudian ada syarat bahwa apabila barang gadai tidak tidak tebus dalam waktu sekian bulan, maka penerima gadai berhak untuk menjualnya. Atau syarat kebolehan memilih, syarat tercatat di notaris.

r.

كُلُّ مَا صَحَّ الرَّهْنُ بِهِ صَحَّ ضَمَانُهُ

“Setiap yang sah digadaikan, sah pula dijadikan jaminan.”

s.

مَا جَازَ بَيْعُهُ حَازَ رَهْنُهُ

“Apa yang boleh dijual boleh pula digadaikan.”

Sudah barang tentu ada kecualiannya, seperti manfaat barang boleh disewakan tapi tidak boleh digadaikan karena tidak bisa diserahkan.

t.

كُلُّ قَرْضٍ جَرَّ نَفْعًا فَهُوَ حَرَامٌ

“Setiap pinjaman dengan menarik manfaat (oleh kreditor) adalah sama dengan riba.”

F. Faktor-Faktor Penyebab dilarangnya Transaksi Bisnis

1. Riba

Riba (Ar.: *ar-riba*) berarti kelebihan atau tambahan. Pengertian riba secara etimologis ini digunakan Allah swt. diantaranya dalam Al-Qur’an, surah as-Sajdah (*ha mim*) (41) ayat 39 dan an-Nahl (16) ayat 92. Kemudian ulama fiqih mendefinisikan riba dengan, “kelebihan harta dalam suatu muamalah dengan tidak ada imbalan/gantinya.” Esensi riba adalah tambahan pada jumlah piutang yang dipersyaratkan dalam transaksi pinjam-meminjam uang serta derivasinya dan transaksi tidak tunai lainnya, seperti *murabahah* tangguh; dan setiap tambahan yang dipersyaratkan dalam transaksi pertukaran antar barang-barang ribawi termasuk pertukaran uang (*money exchange*) yang sejenis secara tidak tunai. Ulama fiqih sepakat menyatakan bahwa muamalah dengan cara riba ini hukumnya haram.

Keharaman riba ini dapat dijumpai dalam ayat-ayat Al-Qur'an dan hadist-hadits Rasulullah saw.

Di dalam Al-Qur'an, proses keharaman riba disyariatkan Allah swt. secara bertahap. Tahap pertama Allah menunjukkan bahwa riba itu bersifat negatif, menekankan jika riba mengurangi rezeki yang berasal dari rahmat Allah, dan kedermawanan justru akan melipatgandakan, namun tidak berbicara riba yang diharamkan, yang terdapat dalam QS. Ar-Rum: 29 (ayat ini termasuk ayat Makkiyah), yang artinya: *“dan sesuatu Riba (tambahan) yang kamu berikan agar Dia bertambah pada harta manusia, Maka Riba itu tidak menambah pada sisi Allah. dan apa yang kamu berikan berupa zakat yang kamu maksudkan untuk mencapai keridhaan Allah, Maka (yang berbuat demikian) Itulah orang-orang yang melipatgandakan (pahalanya).”*

Pada tahap kedua, Allah swt. memberi isyarat keharaman riba melalui kecaman terhadap praktik riba di kalangan masyarakat Yahudi dan menggolongkan mereka yang memakan riba sama dengan mereka yang mencuri harta orang lain. Hal ini terdapat dalam QS. An-Nisa: 161 (permulaan periode Madinah), yang artinya: *“dan disebabkan mereka memakan riba, Padahal Sesungguhnya mereka telah dilarang daripadanya, dan karena mereka memakan harta benda orang dengan jalan*

yang batil. Kami telah menyediakan untuk orang-orang yang kafir di antara mereka itu siksa yang pedih.”

Pada tahap ketiga, Allah swt. mengharamkan salah satu bentuk riba, yaitu yang bersifat berlipat ganda dengan larangan yang tegas (memerintahkan muslim untuk menjauhkan diri dari riba jika mereka menginginkan kebahagiaan bagi diri mereka sendiri atau kebahagiaan dalam pengertian kemperhensif yang Islami). Hal ini disampaikannya dalam QS. Ali-Imran: 130 (diturunkan sekitar kedua-ketiga tahun hijrah) yang artinya: *“Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu memakan riba dengan berlipat ganda...”*

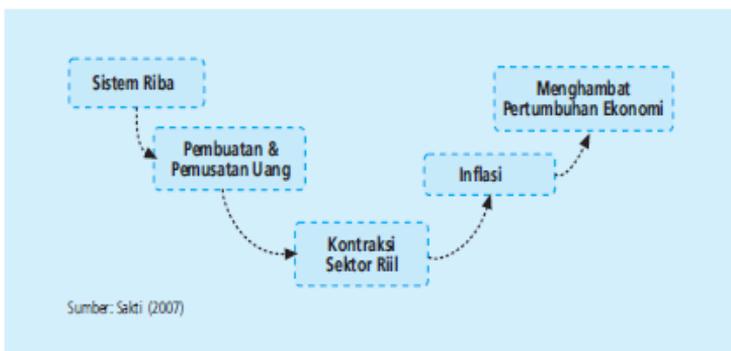
Pada tahap terakhir, Allah swt. mengharamkan riba secara total dengan segala bentuknya. Hal ini disampaikan melalui firman-Nya dalam QS. Al-Baqarah: 275, 276, dan 278. Dalam ayat 275 Allah swt. menyatakan bahwa jual-beli sangat berbeda dengan riba, dalam ayat 276 Allah swt. menyatakan memusnahkan riba, dan dalam dan dalam ayat 277 Allah swt. memerintahkan untuk meninggalkan segala bentuk riba yang masih ada. Keharaman riba secara total ini, berkisar pada akhir tahun ke delapan atau awal tahun kesembilan hijriah.

Alasan keharaman riba dalam hadits-hadits Rasulullah saw. diantaranya adalah sabda Rasulullah saw. dari Abu Hurairah yang diriwayatkan Muslim tentang tujuh dosa besar, diantaranya adalah memakan riba.

Dalam riwayat Abdullah bin Mas'ud (Ibnu Mas'ud) dikatakan bahwa Rasulullah saw. melaknat para pemakan riba, yang memberi makan dengan cara riba, para saksi dalam masalah riba, dan para penulisnya (HR. Abu Dawud, dan hadits yang sama juga diriwayatkan Muslim dari Jabir bin Abdullah).

Dalam konteks perekonomian riba (bunga) yang bersifat *pre-determined* akan mengeksploitasi perekonomian, cenderung terjadi misalokasi *resources* dan penunpukan kekayaan serta kekuasaan segelintir orang, yang pada gilirannya nanti akan berakibat pada ketidakadilan, *inefficiency*, dan ketidakstabilan perekonomian (Sakti, 2007: 237). Beberapa ilmuwan, seperti Bernard Lietaer dan Tareq el-Diwanly mengidentifikasi beberapa dampak negatif dari bunga (Meera, 2004), yaitu: 1) Bunga mengharuskan pertumbuhan ekonomi tanpa henti meskipun standar kehidupan yang sebenarnya tetap konstan; 2) Bunga mendorong persaingan di antara pelaku ekonomi, dan 3) Bunga memusatkan kekayaan di tangan minoritas kecil dengan mengenakan pajak pada kaum mayoritas. Secara komprehensif, Meera (2004) menjelaskan dampak sistem moneter konvensional yang dapat menyebabkan krisis perbankan, masalah-masalah ekonomi, dan kekacauan politik karena hancurnya uang.

Menurut Sakti (2007: 237), Islam meyakini bahwa bunga yang bersifat *pre-determined* akan mengeksploitasi perekonomian, cenderung terjadi misalokasi *resources* dan penumpukan kekayaan serta kekuasaan pada segelintir orang, yang pada gilirannya nanti akan berakibat pada ketidakadilan, *inefficiency*, dan ketidakstabilan perekonomian. Sudah sangat banyak tulisan yang menjabarkan bagaimana bunga menjadi variabel utama dalam setiap kegoncangan ekonomi. Umer Chapra (1996) menyebutkan bahwa bungalah yang menyebabkan semakin jauh jarak antara pembangunan dengan tujuan yang akan di capai, bahkan bunga merusak tujuan-tujuan yang ingin di dapat; pertumbuhan ekonomi, produktivitas, pemerataan distribusi pendapatan dan stabilitas ekonomi. Implikasi riba pada perekonomian menurut Sakti (2007: 237) dapat dilihat pada gambar berikut:



Gambar 3.3 Implikasi Riba pada Perekonomian

Kemudian terkait dengan macam-macam riba, ulama fiqih membagi riba dalam dua macam, yaitu riba

fadl dan riba *an-nasi'ah*. Riba *fadl* adalah riba yang berlaku dalam jual beli yang didefinisikan oleh ulama fiqih dengan. “Kelebihan pada salah satu harta sejenis yang diperjualbelikan dengan ukuran syarak.” Sedangkan riba *an-nasi'ah* adalah kelebihan atas hutang piutang yang diberikan oleh orang yang berhutang kepada pemilik modal ketika waktu yang disepakati jatuh tempo. Beberapa pakar ekonomi Islam menambahkan macam riba lagi, yaitu riba *jahiliyah* yang hampir identik dengan riba *an-nasi'ah* merupakan hutang yang dibayar melebihi pokok pinjaman. Adapun perbedaan ketiga macam riba tersebut dilihat dari faktor penyebab dan cara menghilangkan faktor penyebab dijelaskan oleh Karim (2003: 42), adalah sebagai berikut:

Tabel 3.1 Ikhtisar Riba

Macam Riba	Faktor Penyebab	Cara Menghilangkan Faktor Penyebab
Riba <i>Fadl</i>	<i>Gharar (uncertain to both parties)</i>	Kedua belah pihak harus memastikan faktor-faktor berikut: Kuantitas Kualitas Harga Waktu Penyerahan

Riba Nasi'ah	<i>Al ghummu bi al ghurmi, al kharaj bi al dhaman (return tanpa resiko, pendapatan tanpa biaya)</i>	Kedua belah pihak membuat kontrak yang merinci hak dan kewajiban masing-masing untuk menjamin tidak adanya pihak manapun yang mendapatkan return tanpa menanggung resiko, atau menikmati pendapatan tanpa menanggung biaya.
Riba Jahiliyah	<i>Kullu qardin jarra manfa'ah fahuwa riba (memberikan pinjaman sukarela secara komersil, karena setiap pinjaman yang mengambil manfaat adalah riba)</i>	Jangan mengambil manfaat apapun dari akad/transaksi kebaikan (<i>tabarru</i>); Kalaupun ingin mengambil manfaat, maka gunakanlah akad bisnis (<i>tijarah</i>), bukan akad kebaikan (<i>tabarru</i>).

2. *Maisir* atau Perjudian

Maisir berasal dari bahasa arab *yasara* atau *yusr* berarti mudah; atau *yasar* berarti kekayaan, yang dalam kajian hukum Islam didefinisikan sebagai suatu bentuk permainan yang mengandung unsur taruhan dan orang yang menang dalam permainan itu berhak mendapatkan taruhan tersebut.

Dalam al-Qur'an, kata *maisir* disebutkan sebanyak tiga kali, yaitu dalam surat al-Baqarah: 219, al-Maidah: 90 dan 91. Ketiga ayat ini menyebutkan beberapa kebiasaan buruk yang berkembang pada masa jahiliah, yaitu: *khamar*, *al-maisir*, *ansab* (berkorban untuk berhala), dan *azlam* (mengundi nasib dengan menggunakan panah).

Dalam surat al-Baqarah: 219, Allah swt. menjelaskan bahwa *khamar* dan *maisir* mengandung dosa besar dan juga beberapa manfaat bagi manusia. Akan tetapi, dosanya lebih besar dari manfaatnya. Manfaat mengenai yang dimaksud ayat ini, khususnya mengenai *maisir* adalah manfaat yang hanya dinikmati oleh pihak yang menang. Akan tetapi, *maisir* itu sendiri dipandang sebagai dosa besar yang dilarang dalam Islam.

Penegasan yang dikemukakan pada surat al-Baqarah: 219 bahwa dosa akibat dari *maisir* lebih besar daripada manfaatnya memperjelas akibat buruk yang ditimbulkannya. Diantara dosa atau resiko yang ditimbulkan *maisir* tersebut dijelaskan dalam surat al-Maidah: 90 dan 91. Kedua ayat tersebut memandang bahwa *maisir* sebagai perbuatan setan yang wajib di jauhi oleh orang-orang yang beriman. Disamping itu, *maisir* juga dipergunakan oleh setan sebagai alat untuk menumbuhkan permusuhan dan kebencian di antara manusia, terutama para pihak yang terlibat, serta

menghalangi konsentrasi pelakunya dari perbuatan mengingat Allah swt. dan menunaikan shalat.

Berdasarkan ketiga ayat tersebut, ulama fiqih sependapat menetapkan bahwa maisir itu haram hukumnya. Juhur ulama dari Mazhab Hanafi, Maliki, Syafi'i, dan Hambali berpendapat bahwa unsur penting dari maisir adalah "taruhan". Dalam pandangan mereka, adanya taruhan ini merupakan *ilat* (sebab) bagi haramnya maisir tersebut.

3. *Juhala* (Unsur Ketidakpastian)

Juhala berarti suatu unsur yang tidak jelas atau tidak diketahui pada kualitas, kuantitas atau harga suatu barang, sehingga mengakibatkan timbulnya suatu ketidakpastian. Jual beli dinyatakan tidak sah apabila jumlah barang hanya dapat dihitung dengan perkiraan. Dengan demikian dilarang mejual buah yang masih tumbuh di pohon untuk ditukar dengan buah yang sudah dipetik yang dihitung dengan perkiraan dengan menganggap jumlahnya sama dengan yang masih ada di pohon padahal pohon yang mana belum ditentukan, sehingga mengandung unsur untung-untungan. Berkaitan dengan ini Rahman (1995: 173-182) membagi praktik *juhala* ke dalam dua ciri umum yaitu: Jual beli dengan kira-kira dan ketidakjelasan dan pembayaran yang tidak jelas.

Dalam hadits diriwayatkan dari Jabir bin Abdullah ra. “*Nabi saw. melarang penjualan sejumlah kurma yang tidak diketahui takarannya, dibarterkan dengan kurma lain yang ditentukan takarannya.*” (HR. Muslim) Juga diriwayatkan oleh Ibnu Abbas ketika Nabi saw. Tiba di Madinah, orang-orang melakukan pembayaran di muka untuk masa panen kurma satu, dua, atau tiga tahun yang akan datang, maka Nabi saw. bersabda kepada mereka: “*Barangsiapa yang melakukan pembayaran di muka atas harga suatu barang yang akan diberikan di waktu kelak, maka pembayarannya itu harus ditentukan tentang takarannya, beratnya, dan jangka waktu pemberiannya.*” (HR. Bukhari)

4. *Gharar*

Gharar dalam bahasa arab berarti keraguan, tipuan, atau tindakan yang bertujuan untuk merugikan pihak lain. Secara epistemologi, *gharar* merupakan sesuatu yang pada lahirnya disenangi tetapi sebenarnya dibenci. Para ahli fiqih mengemukakan beberapa definisi *gharar* yang bervariasi dan saling melengkapi (Abdul Aziz Dahlan, *ed.*, 1996: 399). Menurut Imam al-Qarafi, *gharar* adalah suatu akad yang tidak diketahui dengan tegas apakah efek akad terlaksana atau tidak, seperti melakukan jual beli terhadap burung yang masih di udara atau ikan yang masih di air. Hal ini senada dengan pendapat yang dikemukakan oleh Imam as-Sarakhsi dan Ibnu Taimiyah yang memandang *gharar* dari segi adanya ketidakpastian

akibat yang timbul dari suatu akad. Sementara Ibnu Qayyim al-Jauziah mengatakan bahwa *gharar* adalah suatu objek akad yang tidak mampu diserahkan, baik itu ada ataupun tidak. Sedangkan Ibnu Hazm memandang *gharar* dari segi ketidaktahuan salah satu pihak yang berakad tentang apa yang menjadi objek akad tersebut.

Menurut Rahman (1995: 164-172), secara umum *gharar* terbagi menjadi dua bentuk yaitu: *gharar* yang menimbulkan keraguan dan probabilitas dan *gharar* yang berkaitan dengan kecurangan dan kebohongan. Menurut ulama fiqih, bentuk-bentuk *gharar* yang dilarang adalah sebagai berikut:

- a. Tidak adanya kemampuan penjual untuk menyerahkan objek akad pada waktu terjadi akad, baik objek akad itu sudah ada maupun belum ada (*bai' al-ma'dum*). Hal ini berdasarkan hadist Rasulullah Saw.: “*Jangankah kamu menjual ikan yang masih ada di dalam air, karena itu adalah gharar*” (HR. Ahmad bin Hanbal);
- b. Menjual sesuatu yang belum berada di bawah penguasaan penjual. Ketentuan ini berdasarkan pada hadits yang menyatakan Rasulullah Saw. melarang menjual barang yang sudah dibeli sebelum barang tersebut berada di bawah penguasaan pembeli pertama (HR. Abu Dawud);

- c. Tidak adanya kepastian tentang jenis pembayaran atau jenis benda yang di jual;
- d. Tidak adanya kepastian tentang sifat tertentu dari benda yang dijual. Rasulullah Saw. bersabda: *“Janganlah kamu melakukan jual-beli terhadap buah-buahan, sampai buah-buahan itu terlihat baik (layak konsumsi)”* (HR. Ahmad bin Hanbal, Muslim, an-Nasa’i, dan Ibnu Majah);
- e. Tidak ada kepastian tentang jumlah harga yang harus dibayar;
- f. Tidak ada kepastian tentang waktu penyerahan objek akad. Jual beli seperti ini termasuk *gharar* karena objek akad dipandang belum ada, yang merupakan alasan dalam pelarangan melakukan jual-beli *habal al-habalah* (HR. Abu Dawud);
- g. Tidak adanya ketegasan bentuk transaksi, yaitu adanya dua macam atau lebih transaksi yang berbeda dalam satu objek akad tanpa menegaskan bentuk transaksi mana yang dipilih sewaktu terjadinya akad;
- h. Jual-beli ini merupakan bentuk kedua dari penafsiran atas larangan Rasulullah Saw. untuk melakukan *bai’atain fi bai’ah*;
- i. Kondisi objek akad tidak dapat dijamin kesesuaian dengan yang ditentukan dalam transaksi;
- j. Adanya keterpaksaan, antara lain berbentuk: Jual-beli lempar batu (*bai’al-hasa*), jual-beli saling melempar

(*bai' al-munabazah*), dan jual-beli dengan cara menyentuh (*bai' al-mulamasah*).

Selain bentuk-bentuk *gharar* yang dilarang tersebut, menurut ulama fiqih ada dua bentuk *gharar* yang tidak dilarang dalam akad jual-beli:

- a. Sesuatu yang tidak disebutkan dalam akad jual-beli tetapi termasuk dalam objek akad;
- b. Sesuatu yang menurut kebiasaan suatu daerah dapat dimaafkan atau ditolerir dalam akad jual-beli, baik karena sedikit jumlahnya maupun karena sulit memisahkan dan menentukannya.

5. *Ikhtikar* dan *Bai' Najsy*

Ikhtikar (Ar.: *hakara* = *az-zulm* [aniaya] dan *isa'ah al-mu'asyarah* [merusak pergaulan]) merupakan upaya penimbunan barang dagangan untuk menunggu melonjaknya harga. Definisi ulama fiqih termasuk fiqih Mazhab Syafi'i (Imam al-Gazali), Mazhab Maliki, dan Mazhab Zaidiah (Imam Muhammad bin Ali asy-Saukani) yaitu menyimpan barang yang dibutuhkan masyarakat dengan tujuan menjualnya ketika harga pasar melonjak, barang itu baru dipasarkan. Dalam konteks ekonomi kontemporer ini *ikhtikar* dapat kita definisikan sebagai rekayasa pasar dalam *supply* (penawaran). *Ikhtikar* dapat terjadi bila syarat-syarat di bawah ini terpenuhi (Karim, 2008: 35):

- a. Mengupayakan adanya kelangkaan barang baik dengan cara menimbun *stock* atau mengenakan *entry-barriers*;
- b. Menjual dengan harga yang lebih tinggi dibandingkan harga sebelum munculnya kelangkaan;
- c. Mengambil keuntungan yang lebih tinggi dibandingkan keuntungan sebelum komponen 1 dan 2 dilakukan.

Lain halnya *ikhtikar* (rekayasa pasar dalam *supply*), *bai' najsy* merupakan rekayasa pasar dalam *demand* (permintaan). *Bai' najsy* terjadi bila bila seorang produsen/pembeli menciptakan permintaan palsu, seolah-olah ada banyak permintaan terhadap suatu produk sehingga harga jual produk akan naik. *Bai' najsy* dapat dilakukan dengan cara penyebaran isu, melakukan order pembelian, dan pembelian pancingan sehingga tercipta sentimen pasar, bila harga sudah naik sampai level yang diinginkan, maka yang bersangkutan akan melakukan aksi ambil untung dengan melepas kembali obyek yang sudah dibeli. Hal ini dapat terjadi misalnya, dalam pasar modal yaitu terjadi praktik goreng-menggoreng saham, dan lain-lain.

Dasar hukum pelarangan *ikhtikar* dan *bai' najsy* oleh ulama fiqih adalah hasil induksi dari nilai-nilai al-Qur'an yang menyatakan bahwa perbuatan aniaya, termasuk di dalamnya adalah *ikhtikar* dan *bai' najsy*,

diharamkan. Di antara ayat-ayat tersebut adalah firman Allah swt. dalam surah al-Maidah (5): 2 yang artinya: “...dan tolong-menolonglah dalam (mengerjakan) kebajikan dan takwa, dan jangan tolong-menolong dalam berbuat dosa dan pelanggaran...” Dalam surah lain Allah swt. berfirman yang artinya: “...Dia sekali-kali tidak menjadikan untuk kamu dalam agama suatu kesempitan...” (QS. 22: 78), “...Allah tidak hendak menyulitkanmu...” (QS. 5: 6), dan “...kamu tidak menganiaya dan tidak (pula) dianiaya” (QS. 2: 279). Dalam sunnah Rasulullah saw. juga banyak dijumpai hadits yang tidak membenarkan perbuatan *ikhtikar* dan *bai' najsy*, diantaranya: “Siapa yang merusak harga pasar, sehingga harga tersebut melonjak tajam, maka Allah akan menempatkannya di dalam api nereka pada hari kiamat” (HR. at-Tabrani dan Ma'qil bin Yasar). Kemudian sabda Rasulullah saw. yang diriwayatkan oleh Ibnu Majah dari Abu Hurairah yang mengatakan: “Siapa yang melakukan penimbunan barang dengan tujuan merusak harga pasar, sehingga harga naik tajam, maka ia telah berbuat salah.” Dalam riwayat Ibnu Umar, Rasulullah saw. bersabda “Para pedagang yang menimbun barang makanan (kebutuhan pokok manusia) selama 40 hari, maka ia terlepas dari (hubungan dengan) Allah, dan Allah melepaskan (hubungan dengan)-nya.

6. Risywah

Risywah (Ar. *rasya*, *yarsyu*, *rasywan*) yang berarti sogokan atau bujukan. *Risywah* atau sogok merupakan penyakit sosial atau tingkah laku yang menyimpang dalam kehidupan bermasyarakat dan tidak dibenarkan oleh ajaran Islam. Hal ini sebagaimana dalam firman Allah swt. surah al-Baqarah (2): 188, yang artinya: “*Dan janganlah sebagian kamu memekan harta sebagian yang lain di antara kamu dengan jalan yang batil dan (janganlah) kamu membawa (urusan) harta itu kepada hakim, supaya kamu dapat memakan sebagian yang lain itu dengan (jalan berbuat) dosa, pada hal kamu mengetahui.*”

Risywah merupakan salah satu bentuk pemberian yang tidak didorong oleh keikhlasan untuk mencari ridha Allah swt., melainkan untuk tujuan-tujuan yang bertentangan dengan syariat-Nya. Oleh karena itu Rasulullah saw. melarangnya, sebagaimana sebuah hadits yang diriwayatkan oleh Imam Ahmad bin Hanbal dan al-Hakim dari Sauban, yang artinya: “*Rasulullah saw. melarang orang yang menyogok, yang menerima sogok, dan yang menjadi perantaranya.*”

7. Objek Yang Haram

Dalam Islam terdapat aturan yang jelas dan tegas mengenai objek transaksi yang diharamkan, seperti

minuman keras, daging babi, dan sebagainya. Oleh karena itu melakukan transaksi yang berhubungan dengan dengan objek yang diharamkan tersebut juga diharamkan. Ketentuan ini juga memberikan dampak bahwa setiap objek haram yang didapatkan dengan cara yang baik/halal, maka tidak akan membuat objek haram itu menjadi halal.

Hal ini berdasarkan sabda Rasulullah saw., *“Sesungguhnya Allah dan Rasul-Nya mengharamkan jual beli khamar, bangkai, babi, dan berhala”* (HR. Bukhari, Muslim, Abu Dawud, Nasa’i, dan Ibnu Majah). *“Semoga Allah membinasakan orang-orang Yahudi. Sesungguhnya ketika Allah mengharamkan lemak bangkai bagi mereka, mereka mencairkannya lalu mencairkannya lalu menjualnya dan memakan uangnya.”* (Sabiq, 2009)

8. Berbagai Bentuk Eksploitasi dan Ketidakadilan

Islam sebagai keyakinan yang menjunjung tinggi asas keadilan dan kemanusiaan, dalam hubungannya dengan transaksi bisnis adalah melarang transaksi yang tidak adil serta eksploitasi terhadap manusia. Konsep mengenai keadilan dan larangan untuk mengeksploitasi terdapat dalam firman Allah swt., QS. An-Nisa: 29, yang artinya: *“Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil, kecuali dengan jalan perniagaan yang Berlaku*

dengan suka sama-suka di antara kamu. dan janganlah kamu membunuh dirimu; Sesungguhnya Allah adalah Maha Penyayang kepadamu.

G. Bentuk-bentuk Pembiayaan dalam Transaksi Bisnis Syariah

1. Pembiayaan Equity

a. Musyarakah

Musyarakah (Ar. *syirkah* = pencampuran, sehingga sulit dibedakan) merupakan bentuk persekutuan antara dua orang/badan atau lebih yang menggabungkan modal dan usaha mereka untuk berkerjasama, membagi keuntungan, hak dan tanggungjawab secara bersama (*Partnership, Project Financing, Trust Investment*). (DSN-MUI No.: 08/DSN-MUI/IV/2000 Tentang Pembiayaan Musyarakah)

Dasar hukum *musyarakah* adalah firman Allah swt. yang artinya: “...maka mereka bersekutu dalam bagian yang sepertiga itu...” (QS. An-Nisa: 12). “...memang banyak di antara orang-orang yang bersekutu itu berbuat zalim kepada yang lain, kecuali orang-orang yang beriman dan mengerjakan kebajikan; dan hanya sedikitlah mereka yang begitu...” (QS. Shad [38]: 24). Dalam sunah, Rasulullah saw. bersabda dalam hadits qudsi,

“*sesungguhnya Allah swt. berfirman, Aku adalah yang ketiga bagi dua orang yang bersekutu selama salah satu dari keduanya tidak mengkhianati rekannya. Apabila salah satu dari keduanya berkhianat, Aku keluar antara keduanya.*” (HR. Abu Dawud dan al-Hakim dari Abu Hurairah)

Bentuk-bentuk musyarakah menurut ulama fiqih, yaitu: *syirkah al-amlak* (persekutuan dalam pemilikan) dan *syirkah al-‘uqud* (persekutuan dalam akad).

1) *Syirkah al Amlak*. *Syirkah* dalam bentuk ini menurut ulama fiqih adalah dua orang atau lebih memiliki harta bersama tanpa melalui atau didahului oleh akad *syirkah*. *Syirkah* dalam bentuk ini selanjutnya mereka bagi menjadi dua bentuk yakni :

- *Syirkah ikhtiar* (perserikatan dilandasi pilihan orang yang berserikat) yakni perserikatan yang muncul akibat tindakan hukum orang yang berserikat, seperti dua orang yang bersepakat membeli suatu barang, atau mereka menerima harta hibah, wasiat atau wakaf dari orang lain, lalu mereka menerimanya dan menjadi milik mereka secara berserikat.
- *Syirkah jabar* (perserikatan yang muncul secara paksa, bukan atas keinginan orang yang berserikat) yakni sesuatu yang ditetapkan menjadi milik dua orang atau lebih tanpa

kehendak dari mereka seperti harta warisan. Harta warisan menjadi milik mereka bersama orang-orang yang menerima warisan tersebut.

2) *Syirkah al-'Uqud*. Akad dalam bentuk ini maksudnya adalah akad yang disepakati dua orang atau lebih untuk mengikatkan diri dalam perserikatan modal dan keuntungannya. Menurut ulama Hanbaliyah yang tergolong dalam *syirkah al-'uqud* adalah:

- *Syirkah al-inan*, yaitu penggabungan harta atau modal dua orang atau lebih yang tidak selalu sama jumlahnya;
- *Syirkah al-mufawadhah*, yaitu perserikatan yang modal semua pihak dan bentuk kerjasama yang mereka lakukan baik kualitas maupun kuantitasnya harus sama dan keuntungan dibagi rata;
- *Syirkah al-abdan*, yaitu perserikatan dalam bentuk kerja yang hasilnya dibagi bersama;
- *Syirkah al-wujuh*, yaitu perserikatan tanpa modal;
- *Syirkah al-mudharabah*, yaitu bentuk kerjasama antara pemilik modal dengan seseorang yang punya kepakaran (keahlian) dagang atau bisnis, dan keuntungan perdagangan dari modal itu dibagi bersama.

Ulama kalangan Malikiyah dan Syafi'iyah menolak *syirkah al-mudharabah* dimasukkan sebagai *syirkah* dan menerima bentuk *syirkah al-'uqud* yang lainnya.

Salah satu bentuk *musyarakah* yang lain adalah *al-musyarakah al-mutanaqishah al-muntahiya bi tambik* (MMMT). MMMT merupakan *musyarakah* yang mengurangi hak salah satu pihak, sehingga berakhir dengan dimilikinya suatu usaha yang dikelola tersebut oleh pihak lain. Karakteristik *musyarakah* ini adalah:

- Akad yang digunakan adalah *syirkah inan*;
- Ditentukan salah satu pihak yang akan membeli usaha tersebut;
- Pembelian itu dilakukan, baik secara keseluruhan maupun sebagian;

Landasan hukum syariah MMMT:

- Pada dasarnya *musyarakah* ini adalah menggabungkan beberapa akad sekaligus, namun tidak bertentangan dengan nash, kaidah kauliyah, sehingga akad ini diperbolehkan secara syariat.
- Sebagian besar ulama berpendapat bahwa MMMT tidaklah sama dengan *bai' al wafa* (jual-beli yang dilangsungkan dua pihak yang dibarengi dengan syarat, bahwa barang yang dijual tersebut dapat dibeli kembali oleh penjual apabila tenggang waktu yang ditentukan telah tiba). Orang yang membeli

pada *bai' al wafa* menjadi pemilik. Sedangkan MMTT adalah *musyarakah* yang menggabungkan hak-hak pihak yang sama.

b. *Mudharabah*

Mudharabah merupakan salah satu bentuk persekutuan antara dua belah pihak atau lebih dimana salah satu pihak berperan sebagai pemilik modal (*shahib al-mal*) sedangkan pihak lain sebagai pengelola dana (*mudharib*) yang menjalankan usaha untuk memperoleh keuntungan, kemudian keuntungan tersebut dibagi menurut kesepakatan bersama (*trust financing, trust investment*). (Fatwa DSN-MUI No.: 1/DSN-MUI/IV/2000 tentang Giro, Fatwa DSN-MUI No.: 2/DSN-MUI/IV/2000 tentang Tabungan, DSN-MUI No.: 3/DSN-MUI/IV/2000 tentang Deposito, DSN-MUI No.: 7/DSN-MUI/IV/2000 tentang Pembiayaan Mudharabah (*Qiradh*), DSN-MUI No.: 21/DSN-MUI/X/2001 tentang Pedoman Umum Asuransi Syariah khususnya mengenai akad Tijarah (Mudharabah), DSN-MUI No.: 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah Mudharabah, DSN-MUI No.: 50/DSN-MUI/III/2006 tentang Akad Mudharabah Musytarakah, dan DSN-MUI No.: 51/DSN-MUI/III/2006 tentang Akad Mudharabah Musytarakah Pada Asuransi Syariah)

Dasar hukum kebolehan *mudharabah* menurut ulama fiqih adalah firman Allah swt. dalam QS. Al-Muzzammil (73): 20 yang artinya: “...*dan orang-orang yang berjalan di muka bumi mencari sebagian karunia Allah...*” dan QS. Al-Baqarah: 198 yang menjelaskan kebolehan akad *mudharabah*. Alasan lain yang dikemukakan ahli fiqih adalah sabda Rasulullah saw. dalam kasus *mudharabah* yang dilakukan oleh Abbas bin Abdul Muttalib, ketika itu Rasulullah saw. mengakui akad tersebut (HR. at-Tabrani). Dalam praktek *mudharabah* antara Khadijah dengan Nabi, saat itu Khadijah mempercayakan barang dagangannya untuk dijual oleh nabi ke luar negeri. Dalam kasus ini, Khadijah berperan sebagai pemilik modal (*shahib al-mal*), sedangkan nabi berperan sebagai pelaksana usaha (*mudharib*).

Pada prinsipnya, *mudharabah* sifatnya mutlak, dimana *shahib al-mal* tidak menetapkan restriksi atau syarat-syarat tertentu kepada si *mudharib*. Bentuk *mudharabah* ini disebut *mudharabah mutlaqah*, atau dalam bahasa Inggrisnya dikenal sebagai *Unrestricted Investment Account (URIA)*. Namun demikian, apabila dipandang perlu, *shahib al-maal* boleh menetapkan batasan-batasan atau syarat-syarat tertentu guna menyelamatkan modalnya dari resiko kerugian. Syarat-syarat/ batasan ini harus dipenuhi oleh si *mudharib*.

Apabila *mudharib* melanggar batasan-batasan ini, ia harus bertanggung jawab atas kerugian yang timbul. Jenis *mudharabah* seperti ini disebut *mudharabah muqayyadhah* (*mudharabah* terbatas, atau dalam bahasa Inggrisnya, *Restricted Investment Account* [RIA]). Jadi pada dasarnya, terdapat dua bentuk *mudharabah*, yakni *mutlaqah* dan *muqayyadhah*.

2. Pembiayaan Hutang

a. *Bai' al-Murabahah*

Bai' al-murabahah adalah jual-beli barang pada harga asal dengan tambahan keuntungan yang disepakati. *Bai' al-murabahah* dapat dilakukan untuk pembelian secara pemesanan dan biasa disebut *murabahah* kepada pemesanan pembelian (KPP). Dasar hukum akad *bai' al-murabahah* adalah firman Allah swt. dalam QS. Al-Baqarah: 275, yang artinya: “Dan Allah telah menghalalkan jual-beli dan mengharamkan *riba*.” Dan juga diperkuat oleh sabda Rasulullah saw. dari Suhaib ar-Rumi r.a.: “Tiga hal yang di dalamnya terdapat keberkatan: jual-beli secara tangguh (*kredit*), *muqaradhah* (*mudharabah*), dan mencampur gandum dengan tepung untuk keperluan rumah, bukan untuk dijual.” (HR. Ibnu Majah) (Fatwa DSN-MUI No.: 16/DSN-MUI/IX/2000 tentang Diskon Dalam *Murabahah*, DSN-MUI No.: 23/DSN-MUI/III/2002 tentang Potongan Pelunasan

Dalam *Murabahah*, DSN-MUI No.: 46/DSN-MUI/III/2005 tentang Potongan Tagihan *Murabahah* (*Khashm Fi al-Murabahah*), DSN-MUI No.: 47/DSN-MUI/II/2005 tentang Penyelesaian Piutang *Murabahah* Bagi Nasabah Tidak Mampu Membayar, DSN-MUI No.: 48/DSN-MUI/II/2005 tentang Penjadwalan Kembali Tagihan *Murabahah*, dan DSN-MUI No.: 49/DSN-MUI/II/2005 tentang Konversi *Akad Murabahah*.

Bai' al-murabahah memiliki syarat-syarat yang harus dipenuhi agar menjadi sah. Menurut Antonio (1999) syarat-syarat tersebut, adalah sebagai berikut:

- 1) Penjual memberitahu biaya modal kepada nasabah.
- 2) Akad/ kontrak pertama harus sesuai dengan rukun yang ditetapkan.
- 3) Kontrak harus bebas dari riba.
- 4) Penjual harus menjelaskan kepada pembeli bila terjadi cacat atas barang sesudah pembelian.
- 5) Penjual harus menyampaikan semua hal yang berkaitan dengan pembelian, misalnya jika pembelian dilakukan secara hutang.

Secara prinsip jika syarat dalam (1), (4), atau (5) tidak dipenuhi, maka pembeli memiliki pilihan:

- 1) Melanjutkan pemilihan apa adanya.

2) Kembali kepada penjual dan menyatakan ketidaksetujuan atas barang yang dijual.

3) Membatalkan kontrak

b. *Bai' al-Salam*

Bai' al-salam atau *salam* yang dinamakan juga *salaf*, yang berarti pembelian barang yang diserahkan di kemudian hari, sedangkan pembayarannya dilakukan di muka. Dasar hukum *bai' al-salam* adalah berdasarkan hadits dari Ibnu Abbas r.a. berkata, “Aku bersaksi bahwa *salaf* yang dijamin sampai waktu tertentu telah dihalalkan dan diijinkan oleh Allah dalam kitab-Nya.” Kemudian dia membaca firman Allah swt., yang artinya: “*Wahai orang-orang yang beriman! Apabila kamu melakukan hutang piutang untuk waktu yang ditentukan, hendaklah kamu menuliskannya*” (QS. Al-Baqarah: 282). Dalam hadits yang lain juga dijelaskan Rasulullah saw. tiba di Madinah ketika mereka melakukan *salaf* dalam buah-buahan dengan batas waktu sampai satu dan dua tahun, beliau pun bersabda, “*barang siapa melakukan salaf maka hendaklah dia melakukannya dengan takaran tertentu, timbangan tertentu, dan batas-batas tertentu*” (HR. Bukhari dan Muslim). (fatwa DSN-MUI No.: 05/DSN-MUI/IV/2000 tentang Jual Beli Salam.)

Bai' al-Salam memiliki syarat-syarat yang harus dipenuhi, sebagai berikut (Antonio, 1999):

1) Modal Transaksi *Bai'al-Salam*

Syarat yang harus dipenuhi dalam modal *bai'al-salam* adalah

a) Modal Harus diketahui

Barang yang akan disuplai harus diketahui jenisnya, kualitas, dan jumlahnya. Hukum awal mengenai pembayaran adalah harus dalam bentuk tunai.

b) Penerimaan Pembayaran *Salam*

Ulama mengharuskan pembayaran *salam* dilakukan di tempat kontrak. Pembayaran *salam* tidak bisa bentuk pembebasan hutang yang harus dibayar dari *muslam ilaih* (penjual). Hal ini mencegah praktek riba melalui mekanisme *salam*.

2) *Al-Muslam Fiihi* (barang)

Syarat yang harus dipenuhi dalam *al-muslam fiihi* atau barang yang ditransaksikan dalam *bai'al-salam* sebagai berikut:

a) Harus spesifik dan dapat diakui sebagai hutang.

b) Harus bisa diidentifikasi secara jelas untuk mengurangi kesalahan akibat kurang pengetahuan tentang macam barang, tentang kualitas, serta menguasi jumlah.

c) Penyerahan barang dilakukan di kemudian hari.

- d) Kebanyakan ulama mensyaratkan penyerahan barang harus ditunda pada waktu kemudian, tetapi Mazhab Syafi'i membolehkan penyerahan segera.
- e) Bolehnya menentukan tanggal waktu di masa yang akan datang untuk penyerahan barang.
- f) Tempat penyerahan Barang
- g) Penggantian muslim fiihi dengan barang lain.

Perbedaan *al-Salam* dengan Jual beli:

- 1) Pengukuran dan spesifikasi barang yang jelas.
- 2) Adanya keridhaan yang utuh antara kedua belah pihak.
- 3) Jual beli adalah saling menukar harta dengan harta melalui cara tertentu.
- 4) Jual beli adalah tukar-menukar yang saling diinginkan dengan yang sepadan.

c. *Bai' al-Istisna*

Bai' al ishtisna merupakan kontrak penjualan antara pembeli dan pembuat barang (*purchase by order*). Dalam kontrak ini, pembuat barang menerima pesanan dari pembeli, pembuat barang lalu berusaha melalui orang lain untuk membuat atau membeli barang menurut spesifikasi yang telah disepakati dan menjualnya kepada pembeli akhir. Kedua belah pihak bersepakat atas harga serta sistem pembayaran. Apakah pembayaran dilakukan dimuka, melalui

cicilan, atau ditangguhkan sampai suatu waktu pada masa yang akan datang. (Fatwa DSN-MUI No.: 6/DSN-MUI/IV/2000 tentang Jual Beli *Istishna'* dan DSN-MUI No.: 22/DSN-MUI/III/2002 tentang Jual Beli *Istishna'* Paralel)

Ulama fiqih menyatakan bahwa akad *bai' al-istisna* merupakan akad yang mengandung unsur spekulasi dan hukumnya diperselisihkan ulama, karena pada dasarnya akad ini tidak sejalan dengan kaidah umum dalam jual beli, yang unsur terpentingnya adalah barang yang diperjualbelikan itu ada. Sedangkan dalam akad *bai' al-istisna* barang yang diperjualbelikan itu belum ada, tetapi diyakini akan ada. Karena akad ini tidak sejalan dengan kaidah umum yang berlaku dalam jual beli, maka ulama fiqih mengemukakan syarat ketat sebagai berikut:

- 1) Objek akad itu harus dijelaskan secara rinci, baik jenisnya, ukurannya, maupun sifat-sifatnya;
- 2) Objek akad itu merupakan sesuatu yang telah biasa dilakukan melalui akad *bai' al-istisna* oleh masyarakat;
- 3) Akad ini tidak mempunyai tenggang waktu pesanan, karena apabila akad ini tidak dibatasi dengan tenggang waktu tertentu, akad ini akan berubah menjadi *bai' al-salam* dan berlakulah bagi akad ini seluruh syarat *bai' al-salam*.

d. *Bai' al-Wafa'*

Bai' al-wafa' (Ar.: *al-bai'* = jual beli, *al-wafa'* = pelunasan hutang) yaitu jual beli yang dilangsungkan dua pihak yang dibarengi dengan syarat bahwa barang yang dijual itu dapat dibeli kembali oleh penjual, apabila tenggang waktu yang ditentukan telah tiba. Artinya jual beli itu mempunyai tenggang waktu yang terbatas misalnya 1 bulan, 1 tahun, sehingga jika waktu yang ditentukan itu telah habis maka penjual membeli barang itu kembali dari pembelinya.

Bai' al-wafa' tidak sama dengan *rahn* (jaminan hutang), karena *rahn* dalam Islam hanya merupakan jaminan hutang, sementara barang yang dijadikan jaminan tidak dapat dimanfaatkan oleh pemberi hutang. Apabila pemberi hutang memanfaatkan barang jaminan tersebut, maka hasil yang dimakannya atau dimanfaatkannya itu termasuk kategori riba. Ulama fiqih Mahzab Hanafi lebih lanjut menyatakan bahwa perbedaan mendasar antara *rahn* dan *bai' al-wafa'* adalah sebagai berikut:

- 1) Dalam *rahn* pembeli tidak sepenuhnya memiliki barang yang dibelinya (karena harus dikembalikan ke penjual), sedangkan *bai' al-wafa'* barang itu sepenuhnya menjadi milik pembeli selama tenggang waktu yang disepakati;

- 2) Dalam rahn, jika harta yang digadaikan (*al-marhun*) rusak selama di tangan pembeli, maka kerusakan itu menjadi tanggungjawab pemegang barang jaminan. Dalam *bai' al-wafa'*, apabila kerusakan itu bersifat total baru menjadi tanggungjawab pembeli, tetapi apabila kerusakannya tidak parah, maka hal itu tidak merusak akad;
- 3) Dalam rahn, segala biaya yang dibutuhkan untuk pemeliharaan barang menjadi tanggungjawab pemilik barang, sedangkan dalam *bai' al-wafa'* biaya pemeliharaan sepenuhnya sepenuhnya menjadi tanggungjawab pembeli, karena barang itu telah menjadi miliknya selama tenggang waktu yang disepakati.

Adapun persamaan keduanya, yaitu kedua belah pihak tidak boleh memindahtangankan barang tersebut ke pihak ketiga dan ketika uang sejumlah pembelian semula dikembalikan penjual kepada pembeli setelah tenggang waktu jatuh tempo, pembeli wajib memberikan barang itu kepada penjual.

Menurut Mustafa Ahmad az-Zarqa, gambaran *bai' al-wafa'* terlihat akadnya terdiri dari tiga bentuk, yaitu: ketika dilakukan transaksi akad tersebut merupakan jual beli; setelah transaksi dilaksanakan dan harta beralih ke tangan pembeli, transaksi ini berbentuk

ijarah (sewa menyewa); dan diakhir akad ketika jatuh tempo, transaksi ini seperti rahn. Disini juga terlihat bahwa akad *bai' al-wafa'* diciptakan dalam rangka menghindari riba, sekaligus wacana tolong-menolong antara pemilik modal dan orang yang membutuhkan modal atau uang dalam jangka waktu tertentu. Ulama Mahzab Hanafi menganggap *bai' al-wafa'* adalah sah dan tidak termasuk dalam larangan Rasulullah saw. yang melarang jual beli dengan syarat.

e. *Bai' al-Bithaman 'Ajil*

Ajil menurut arti kata adalah sebab, yang ditunda, atau untuk sementara (*appointed time, or fixed periode*). *Bithaman 'ajil* berarti dengan harga yang ditangguhkan untuk sementara sampai waktu yang ditentukan karena ada sebab. Sehingga *bai' al-Bithaman 'ajil* adalah menjual suatu barang dengan pembayaran ditangguhkan, namun karena adanya penangguhan maka berdasarkan kesepakatan, harga asal ditambah dengan margin keuntungan.

Pembiayaan *bai' al-bithaman 'ajil* adalah pembiayaan yang diberikan kepada nasabah dalam rangka pemenuhan kebutuhan barang modal (investasi). Pembiayaan ini mirip dengan kredit investasi yang diberikan bank-bank konvensional dan karenanya pembiayaan ini berjangka waktu di atas satu tahun (*long run financing*). Dalam perbankan *bai' al-*

bithaman 'ajil adalah suatu akad perjanjian di mana bank membiayai pembelian suatu barang bagi nasabah yang memerlukannya dengan system angsuran/cicilan. Tujuannya adalah untuk membantu nasabah dalam rangka pemenuhan kebutuhan barang yang tidak mampu membelinya secara kontan.

Dasar hukum *bai' al-bithaman 'ajil* adalah berdasarkan firman Allah swt. dalm QS. An-Nisa: 29, yang artinya: *“Hai orang-orang yang beriman janganlah kamu makan hak sesamamu dengan jalan bathil kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku suka sama suka diantara kamu.”* Dan sabda Rasulullah saw., dari Suhaib ar-Rumi r.a.: *“Tiga hal yang di dalamnya terdapat keberkatan: jual-beli secara tangguh (kredit), muqaradhah (mudharabah), dan mencampur gandum dengan tepung untuk keperluan rumah, bukan untuk dijual.”* (HR. Ibnu Majah).

f. *Bai' al-Inah*

Bai' al-inah terjadi ketika seseorang membeli barang dengan harga tertentu secara tidak kontan (secara angsuran), kemudian menjualnya kembali kepada kepada orang yang darinya memperoleh barang tersebut secara kontan/tunai dengan harga yang lebih rendah dari pembelian semula.

Bentuk jual beli ini (dalam Hulwati, 2009: 93) menjadi perbincangan ulama, Mazhab Syafi'i

berpendapat bahwa *bai' al-inah* dibolehkan, karena akad jual beli ini telah memenuhi syarat rukun yaitu ijab dan kabul, tanpa memandang niat pelaku. Menurut pandangan ulama mazhab ini niat adalah urusan Allah, dan akad jual beli yang dilakukan dengan niat salah tidak dianggap batal, dan tidak bisa dibuktikan dengan jelas. Jual beli semacam ini dibolehkan dengan tujuan agar terhindar dari kerusakan (*mafsadah*), dan bukan dimaksudkan untuk mengeruk keuntungan. Sementara Sayyid Sabiq dalam kitab Fiqih Sunnahnya (2009, Jilid ke-4: 111) menganggap bahwa jual beli ini haram dan batal karena bertentangan dengan hadits riwayat Ibnu Umar, bahwa Rasulullah saw. bersabda: *“Apabila manusia bakhil dengan dinar dan dirham, berjual beli dengan ‘inah, mengikuti ekor sapi, dan meninggalkan jihad di jalan Allah maka Allah akan menimpakan bencana pada mereka. Allah tidak akan mengangkatnya sampai mereka kembali kepada agama mereka.”*

Ibnu Taimiyah (dalam Ayub, 2009: 235) membagi *bai' al-inah* ke dalam tiga kelompok berdasarkan niat pembelinya:

- 1) Ia memberli barang (secara kredit) untuk menggunakannya, seperti makana, minuman, dan barang lain yang serupa, dalam hal ini penjualannya telah diperbolehkan oleh Tuhan;

- 2) Ia member barang untuk diperdagangkan, hal ini adalah perdagangan, yang telah diperbolehkan Tuhan;
- 3) Ia membeli barang untuk mendapatkan dirham, yang ia butuhkan, dan ia sulit meminjam atau menjual sesuatu dengan kontrak (akad) salam (pembayaran seketika untuk penyerahan di masa yang akan datang), sehingga ia membeli barang untuk dijualnya kembali dan mengambil selisih harganya. Hal yang demikian ini adalah *tawarruq* (bentuk *'inah*), yang bersifat makruh menurut sebagian besar fuqaha.

Meskipun terdapat perbedaan pandangan mengenai kebolehan *bai' al-inah*, di Malaysia akad ini diperkenankan dan digunakan pada pasar modal Islam, yaitu melalui jual beli surat hutang. (lihat Hulwati, 2009)

g. *Bai' al-Dayn*

Bai' al-dayn secara sederhana berarti jual beli hutang atau seseorang yang memiliki hak untuk menjual piutangnya kepada orang lain dengan harga yang disepakati bersama. *Bai' al-dayn* merupakan salah satu bentuk akad jual beli yang masih diperdebatkan statusnya oleh para ulama.

Hulwati (2009: 96-100) menjelaskan, Mazhab Syafi'i membolehkan menjual hutang atau piutang kepada pihak ketiga sekiranya hutang tersebut tetap (*mustaqir*), dan dijual dengan barang (*'ayn*) secara tunai. Zahiri menjelaskan tidak sah hukumnya melakukan jual beli hutang kepada orang yang berhutang, karena adanya unsure *gharar*. Ibnu Hazm menjelaskan jual beli *gharar* tidak sah karena menjual barang *majhul* yang tidak diketahui *'ayn* (sifat barang), dan ini dinamakan memakan harta secara batil. Sementara itu Mazhab Maliki mengemukakan bahwa menjual hutang kepada selain dari orang yang berhutang (*ghairu madin*) adalah sah, dengan syarat:

- 1) Hutang terdiri dari benda yang dapat dijual sebelum diserahkan;
- 2) Dijual dengan harga (*tsaman*) yang diterima tunai, agar tidak terjadi menuai hutang dengan hutang;
- 3) Barang yang menjadi harga (*tsaman*) itu bukan dari jenis barang yang dihutangkan, dengan tujuan untuk menghindari riba;
- 4) Jual beli ini bukan antara emas dan perak, supaya tidak termasuk dalam jual beli mata uang yang bertanggung;
- 5) Orang yang berhutang mesti berada dalam negeri dimana kontrak tersebut dilaksanakan;

- 6) Orang yang berhutang mengakui bahwa ia berhutang, supaya tidak terjadi pengingkaran di kemudian hari. Jika terjadi pengingkaran, maka hutang itu tidak boleh dijual kepadanya, meskipun hutang tersebut tsabit (telah tetap) melalui keterangan saksi. Syarat seperti itu bertujuan untuk menghindari pertengkaran;
- 7) Jangan ada permusuhan antara kedua belah pihak, supaya tidak memberi peluang kepada penjual memeras orang yang berhutang;
- 8) Orang yang berhutang mesti orang yang cakap hukum. Tujuannya adalah agar hutang tersebut dapat diserahterimakan.

OKI *Fiqh Academy* dan para ulama secara umum (dalam Ayub, 2009: 231) menganggap *bai' al-dayn* atau jual beli surat berharga atau dokumen lain yang mewakili hutang pada suatu harga selain nilai nominalnya tidaklah sesuai dengan syariah. Bahkan apabila nilainya sama pun, penjualan hutang hanya diperbolehkan jika pembeli telah memeberikan jaminan kepada debitur awal, seperti dalam kasus *hiwalah*.

h. *Qard al-Hasan*

Qard al-hasan merupakan akad untuk memberikan perjanjian lunak (tanpa bunga) yang diberikan atas dasar *ta'awun* (tolong menolong),

sehingga si peminjam tidak dituntut untuk mengembalikan apapun kecuali modal pinjaman. (DSN-MUI No.: 19/DSN-MUI/IV/2000 Tentang Al-Qardh, DSN-MUI No.: 31/DSN-MUI/VI/2002 tentang Pengalihan Hutang)

Landasan hukum *qard al-hasan* adalah firman Allah swt. dalam QS. Al-Baqarah: 245, yang artinya: *“Siapakah yang mau memberikan pinjaman kepada Allah swt., pinjaman yang baik maka Allah akan melipatgandakan pembayaran kepadanya dengan lipat ganda yang banyak.”* Dalam hadist juga sebagaimana diriwayatkan oleh Abu Hurairah bahwa Rasulullah saw. bersabda: *“Barang siapa menghilangkan dari seorang muslim sebuah kesusahan di antara kesusahan-kesusahan dunia maka Allah akan menghilangkan darinya sebuah kesusahan di antara kesusahan-kesusahan hari kiamat. Barang siapa memudahkan seorang yang miskin maka Allah akan memudahkannya di dunia dan akhirat. Dan, Allah akan membantu seorang hamba selagi hamba itu membantu saudaranya.”*

Sebagaimana penjelasan tersebut *qard al-hasan* pada dasarnya merupakan pinjaman sosial yang diberikan tanpa adanya pengenaan biaya apapun, kecuali modal pinjaman tersebut. Namun, sejalan dengan perkembangan dunia ekonomi keuangan dan

perbankan, pinjaman sosial ini tidak mungkin dijalankan tanpa adanya biaya administrasi, seperti: biaya materai, notaris, peninjauan *feasibility* proyek, biaya pegawai bank dan lain-lain, sehingga biaya tersebut menjadi tak terhindari. Untuk membedakan biaya administrasi tersebut dengan riba, maka syarat biaya administrasi: harus dinyatakan dalam nominal bukan dalam prosentase; dan sifatnya harus nyata, jelas, dan pasti serta terbatas pada hal-hal yang mutlak diperlukan untuk dapat terjadi kontrak.

3. Produk-produk Lain

a. Wakalah

Wakalah (Ar.= pemeliharaan dan pendelegasian) merupakan perwakilan yang bertindak untuk dan atas nama orang lain dalam rangka tolong menolong. (DSN-MUI No.: 11/DSN-MUI/IV/2000 tentang Wakalah)

Dasar hukum kebolehan *wakalah* antara lain adalah firman Allah swt. dalam QS. Al-Kahfi (18): 19, yang artinya: “...*maka suruhlah salah seorang di antara kamu pergi ke kota dengan membawa uang perakmu ini, dan hendaklah dia lihat manakah makanan yang lebih baik, maka hendaklah dia membawa makanan itu untukmu...*” Menurut ulama fiqih, ayat ini secara jelas menunjukkan hukum *wakalah* dalam membeli sesuatu. Dalam QS. An-Nisa

(4): 35, Allah swt. berfirman yang artinya: “...*maka kirimilah seorang hakam (juru damai) dari keluarga laki-laki dan seorang hakam dari keluarga perempuan...*” Ayat ini mengandung hukum perwakilan dalam menyelesaikan masalah perkawinan. *Wakalah* juga didasarkan pada hadits Rasulullah saw., diantaranya: *Rasulullah saw. mengutus seseorang untuk memungut zakat* (HR. Bukhari dan Muslim); *tetapi pada waktu yang sama Rasulullah saw. juga menunjuk Amr bin Umayyah ad-Damiri sebagai wakilnya dalam menikahi Habibah binti Abi Sufyan* (HR. Abu Dawud) dan *Rasulullah menunjuk Hakim bin Hizam bin Khuwalid sebagai wakilnya untuk membeli hewan kurban* (HR. Abu Dawud dan Tirmizi).

Rukun-rukun dan syarat *wakalah* menurut jumbuh para ulama ada empat, sebagai berikut:

- 1) Yang mewakilkan, syarat-syarat bagi yang mewakilkan adalah bahwa yang mewakilkan adalah pemilik barang atau dibawah kekuasaannya dan dapat bertindak pada harta tersebut, jika yang mewakilkan bukan pemilik barang, maka *wakalah* tersebut batal.
- 2) Yang mewakili, syarat-syarat bagi yang mewakili ialah bahwa yang mewakili adalah orang yang berakal, apabila seorang wakil tidak cakap hukum maka perwakilan itu menjadi batal.

- 3) Sesuatu yang diwakilkan, syarat-syarat sesuatu yang diwakilkan adalah:
 - a) Menerima penggantian, maksudnya boleh diwakilkan pada orang lain yang mengerjakannya.
 - b) Dimiliki oleh orang yang mewakilkan, maka batal mewakilkan sesuatu padahal bukan miliknya atau kekuasaannya.
- 4) *Sighat*, yaitu ucapan serah terima antara kedua belah pihak yang berakad,

Ulama fiqih menyatakan bahwa akad *wakalah* dianggap berakhir apabila terdapat hal-hal sebagai berikut:

- 1) Wakil diberhentikan oleh orang yang mewakilkan;
- 2) Orang yang mewakilkan melakukan tindakan hukum terhadap objek yang diwakilkan;
- 3) Tujuan yang ingin dicapai dari perwakilan telah tercapai;
- 4) Salah satu pihak (wakil atau yang mewakilkan) berubah status menjadi orang yang tidak cakap bertindak hukum;
- 5) Salah satu pihak (wakil atau yang mewakilkan) meninggal dunia;
- 6) Orang yang mewakilkan itu, menurut ulama Mahzab Hanafi, keluar dari agama Islam (murtad);

- 7) Wakil murtad. Menurut ulama Mazhab Maliki, perwakilan yang demikian batal. Akan tetapi, menurut ulama Mazhab Hanafi, Syafi'i, dan Hanbali, perwakilan tidak batal;
- 8) Wakil mengumumkan pengunduran dirinya sebagai wakil dan diketahui oleh orang yang mewakilkan;
- 9) Hilangnya barang yang menjadi objek perwakilan;
- 10) Barang yang diwakilkan tidak lagi menjadi milik orang yang mewakilkan;
- 11) Orang yang mewakilkan jatuh pailit atau bangkrut;
- 12) Terjadinya penipuan oleh masing-masing pihak;
- 13) Munculnya tindakan sewenang-wenang dari masing-masing pihak terhadap objek yang diwakilkan;
- 14) Kedua belah pihak sepakat mengakhiri masa perwakilan.

b. *Wadi'ah*

Wadi'ah (Ar.= menempatkan sesuatu di tempat yang bukan pemiliknya untuk dipelihara, Ind.= titipan) merupakan akad dimana seseorang menitipkan sesuatu kepada orang lain untuk dijaga atau dipelihara. (DSN-MUI No.: 01/DSN-MUI/IV/2000 tentang Giro, DSN-MUI No.: 02/DSN-MUI/IV/2000 tentang Tabungan).

Ulama fiqih sepakat bahwa *wadi'ah* sebagai salah satu akad dalam rangka tolong-menolong sesama

insan, disyariatkan dan dianjurkan dalam Islam. Alasan terkait status hukum *wadi'ah* adalah firman Allah swt. dalam QS. An-Nisa (4): 58, yang artinya: “*Sesungguhnya Allah menyuruh kamu menyampaikan amanat kepada yang berhak menerimanya...*” Ayat ini menurut Para Mufasir, berkaitan dengan penitipan kungsi Ka’bah sebagai amanah Allah swt. pada Usman bin Talhah, seorang sahabat. Dalam QS. Al-Baqarah: 283 Allah swt. berfirman, yang artinya: “*...hendaklah yang dipercayai itu menunaikan amanah...*” Adapun dalam dalam hadits sebagaimana sabda Rasulullah saw.: “*Serahkanlah amanah orang yang mempercayai engkau, dan janganlah kamu mengkhianati orang yang mengkhianati engkau*” (HR. Abu Dawud, Tirmizi, dan Hakim).

Berkaitan dengan penjelasan tersebut juga diperkuat oleh jumbuh ulama, bahwa sifat akad *wadi'ah* sebagai akad yang bersifat *amanah* yang imbalannya hanya mengharapkan ridha Allah swt. (*wadi'ah yad amanah*). Namun, seiring dengan perkembangan situasi dan kondisi masyarakat ulama fiqih juga membahas kemungkinan perubahan sifat *wadi'ah amanah* menjadi *daman* (ganti rugi) (*wadi'ah yad damanah*). Ulama fiqih mengemukakan kemungkinan tentang hal ini sebagai berikut:

- 1) Barang itu tidak dipelihara oleh orang yang dititipi;

- 2) Barang titipan itu dititipkan lagi kepada orang lain yang bukan keluarga dekat atau bukan di bawah tanggungjawabnya;
- 3) Barang titipan itu dimanfaatkan oleh orang yang dititipi;
- 4) Orang yang dititipi *wadi'ah* mengingkari *wadi'ah* itu;
- 5) Orang yang dititipi barang itu mencampurkannya dengan harta pribadinya;
- 6) Orang yang dititipi melanggar syarat-syarat yang telah ditentukan.

Dengan *wadi'ah yad damanah* penerima titipan berperan sebagai pemegang amanah (*trustee*) dan sebagai penjamin (*guarantor*). Dengan akad *wadi'ah yad damanah*, titipan dapat digunakan oleh penerima titipan. konsekuensinya jika titipan itu dikelola penerima titipan dan mendapatkan keuntungan, maka seluruh keuntungan menjadi milik penerima titipan. Di samping itu, atas kehendak penerima titipan sendiri, tanpa persetujuan sebelumnya dengan pemilik titipan, penerima titipan dapat memberikan bonus kepada pemilik titipan.

c. *Hiwalah*

Hiwalah (Ar. = pengalihan, pemindahan, perubahan warna kulit, memikul sesuatu di atas pundak) merupakan pemindahan hak atau kewajiban

yang dilakukan oleh seseorang (pihak pertama) kepada pihak kedua untuk menuntut pembayaran hutang dari atau membayar hutang kepada pihak ketiga, karena pihak ketiga berhutang kepada pihak pertama dan pihak kedua berhutang kepada pihak pertama, baik pemindahan itu dimaksudkan sebagai ganti pembayaran yang ditegaskan oleh akad ataupun tidak.

Dasar hukum *hiwalah* merdasarkan sabda Rasulullah saw. yang diriwayatkan oleh Abu Hurairah r.a.: “*Memperlambat pembayaran hutang yang dilakukan orang kaya merupakan perbuatan lalim. Jika salah seorang kamu dialihkan kepada orang yang mudah membayar hutang, maka hendaklah ia beralih (diterima pengalihan tersebut)*” (HR. al-Jamaah dengan lafal yang berbeda). Disamping itu, terdapat kesepakatan ulama (ijma’) yang menyatakan bahwa *hiwalah* boleh dilakukan.

Jenis-jenis *hiwalah*, menurut Mazhab Hanafi membagi *hiwalah* yang ditinjau dari segi objek akad dan ditinjau dari sisi lain. Ditinjau dari segi objek akad, maka *hiwalah* dapat dibagi dua, yaitu: *hiwalah al-haqq* (pemindahan hak) merupakan pemindahan yang terjadi apabila yang dipindahkan itu merupakan hak menuntut hutang dan *hiwalah ad-dain* (pemindahan hutang) merupakan pemindahan apabila yang dipindahkan itu kewajiban membayar hutang.

Ditinjau dari sisi lain, *hiwalah* dapat dibagi dua, yaitu: *hiwalah al-muqayyadah* (pemindahan bersyarat) merupakan pemindahan sebagai ganti dari pembayaran hutang pihak pertama kepada pihak kedua dan *hiwalah al-muthlaqah* (pemindahan mutlak) merupakan pemindahan hutang yang tidak ditegaskan sebagai ganti dari pembayaran hutang pihak pertama kepada pihak kedua.

Rukun akad *hiwalah* menurut Mazhab Hanafi yaitu: adanya ijab (pernyataan melakukan *hiwalah*) dari pihak pertama, dan adanya kabul dari (pernyataan yang menerima) dari pihak kedua dan pihak ketiga. Sedangkan menurut Mazhab Maliki, Syafi'i, dan Hanbali rukun *hiwalah* ada enam, yaitu: adanya pihak pertama, pihak kedua, dan pihak ketiga, adanya hutang pihak pertama kepada pihak kedua, adanya hutang pihak ketiga kepada pihak pertama, adanya *sigah* (pernyataan *hiwalah*).

Adapun syarat *hiwalah* berkaitan dengan pihak pertama, kedua, dan ketiga, serta yang berkaitan dengan hutang itu sendiri, sebagai berikut:

- 1) Syarat yang diperlukan pada pihak pertama:
 - a) Cakap melakukan tindakan hukum, yaitu balig dan berakal;
 - b) Adanya pernyataan persetujuan (*rida*).
- 2) Syarat yang diperlukan pada pihak kedua:

- a) Cakap melakukan tindakan hukum;
 - b) Persetujuan pihak kedua terhadap pihak pertama yang melakukan *hiwalah* (Mazhab Hanafi, sabagian besar Mazhab Maliki dan Syafi'i);
- 3) Syarat yang diperlukan bagi pihak ketiga:
- a) Cakap melakukan tindakan hukum;
 - b) Adanya pernyataan persetujuan dari pihak ketiga (Mazhab Hanafi, sementara ketiga Mazhab yang lain tidak menyaratkan syarat ini);
 - c) Kabul (pernyataan menerima akad) tersebut dilakukan dengan sempurna oleh pihak ketiga di dalam suatu majelis akad (Imam Abu Hanifah dan Muhammad bin Hasan asy-Syaibani).
- 4) Syarat yang diberlakukan terhadap hutang yang dialihkan (*al-muhal bih*):
- a) Yang dialihkan itu adalah sesuatu yang sudah dalam bentuk hutang piutang yang sudah pasti;
 - b) Apabila pengalihan hutang tersebut dalam bentuk *hiwalah al-muqayyadah*, semua ulama fiqih sepakat menyatakan bahwa hutang pihak pertama kepada pihak kedua maupun hutang pihak ketiga kepada pihak pertama, mestilah sama jumlah dan kualitasnya;

- c) Mazhab Syafi'i menambahkan bahwa kedua hutang tersebut mesti sama pula waktu dan jatuh tempo pembayarannya.

Jika akad *hiwalah* telah terjadi, maka timbul akibat hukum dari akad tersebut, yaitu:

- 1) Kewajiban pihak pertama untuk membayar hutang kepada pihak kedua secara otomatis menjadi terlepas;
- 2) Lahirnya hak bagi pihak kedua untuk menuntut pembayaran kepada pihak ketiga;
- 3) Hak dan kewajiban antara pihak pertama dan ketiga yang mereka tentukan ketika melakukan akad hutang piutang sebelumnya masih tetap berlaku, khususnya jika hutang piutang antara ketiga pihak tidak sama.

Adapun terkait dengan berakhirnya akad *hiwalah*, jika terjadi hal-hal berikut:

- 1) Salah satu pihak membatalkan akad *hiwalah* sebelum akad itu berlaku secara tetap;
- 2) Pihak ketiga melunasi hutang yang dialihkan tersebut kepada pihak kedua;
- 3) Jika pihak kedua wafat, sedangkan pihak ketiga merupakan ahli waris yang mewarisi harta pihak kedua;

- 4) Pihak kedua menghibahkan atau menyedekahkan harta yang merupakan hutang dalam akad *hiwalah* tersebut kepada pihak ketiga;
- 5) Pihak kedua membebaskan pihak ketiga dari kewajibannya untuk membayar hutang yang dialihkan tersebut;

d. *Kafalah*

Kafalah (Ar. = mengumpulkan, menanggung, dan menjamin) merupakan penggabungan tanggungjawab orang yang dijamin ke dalam tanggungjawab penjamin dalam tuntutan terhadap jiwa, hutang, barang, atau pekerjaan. Biasanya dalam kajian fiqih Islam, *kafalah* berkaitan dengan masalah hutang piutang antara seseorang dengan pihak lain dengan melibatkan pihak ketiga sebagai penjamin. (DSN-MUI No.: 11/DSN-MUI/IV/2000 tentang *Kafalah*)

Dasar hukum *kafalah* firman Allah swt. dalam QS. Yusuf (12): 72, yang artinya: “...*dan siapa yang dapat mengembalikannya akan memperoleh bahan makanan (sebetar) beban unta, dan aku menjamin terhadapnya.*” Adapun dasar hukum *kafalah* dalam sunah Rasulullah saw. adalah: “*Penjamin itu menjadi penanggungjawab hutang*” (HR. Abu Dawud, at-Tirmizi, dan Ibnu Hibban). Dalam hadits lain diceritakan bahwa suatu hari para sahabat membawa

jenazah kepada Rasulullah saw. untuk dishalatkan. Rasulullah saw. berkata: “*Apakah ia meninggalkan harta?*” Jawab para sahabat: “*Tidak.*” Kemudian Rasulullah saw. bertanya lagi: “*Apakah ia meninggalkan hutang?*” Para sahabat menjawab: “*Benar, sebanyak dua dinar.*” Lalu Rasulullah saw. bersabda: “*Shalatkanlah sahabatmu ini!*” Ketika itu Abu Qatadah berkata: “*Ya Rasulullah, aku menjamin hutang itu.*” Kemudian Rasulullah saw. memimpin shalat jenazah itu (HR. Bukhari). Terkait dengan itu pula ulama fiqh sepakat menyatakan bahwa *kafalah* dibolehkan karena mengandung maksud yang baik, yaitu tolong menolong antara sesama manusia dalam masalah hutang piutang.

Adapun rukun dan syarat *kafalah*, yaitu:

- 1) *Al-Kafil*, yaitu orang yang menjamin dimana ia disyaratkan sudah *balig*, berakal, dan tidak dilarang untuk membelanjakan hartanya sesuai dengan kehendaknya sendiri;
- 2) *Al-Makful lahu*, yaitu orang yang terkait dengan hutang piutang (kreditur), harus diakui oleh orang yang menjamin. Hal ini dilakukan untuk kehati-hatian (*ikhtiyat*);
- 3) *Al-Makful ‘anhu*, yaitu orang yang berhutang (debitur), harus mempunyai kemampuan untuk

membayar dan menyerahkan hutang tersebut, baik ia sendiri yang menyerahkan maupun wakilnya;

- 4) *Al-Makful bihi*, yaitu barang (hutang atau orang) disyaratkan agar tetap terjaga;
- 5) *Lafadz*, disyaratkan lafads tersebut berarti menjamin, tidak digantungkan kepada suatu dan tidak berarti sementara.

Menurut ulama fiqih, apabila *kafalah* telah memenuhi rukun dan syaratnya, maka akibat hukumnya adalah sebagai berikut:

- 1) *al-Makful lahu* (kreditor), berhak menuntut al-kafil (penjamin hutang), sesuai dengan hutang yang ada pada al-makful 'anhu (debitur);
- 2) *al-Kafil* berhak menuntut al-makful 'anhu apabila *kafalah* tersebut atas permintaan al-makful 'anhu dan al-kafil telah melunasi hutang al-makful 'anhu.

Berakhirnya akad *kafalah*, menurut ulama fiqih berkaitan dengan harta, apabila:

- 1) Hutang telah dilunasi, baik oleh al-makful 'anhu maupun al-kafil;
- 2) *Al-Makful lahu* menggugurkan hutang tersebut.

Kemudian terkait dengan memberlakukan upah/jasa terhadap akad *kafalah*, hal ini dibolehkan, karena didasarkan pada keadaan darurat dan kebutuhan yang mendesak pada al-makful 'anhu, jika akad *kafalah* dengan upah/jasa tidak dibolehkan maka umat

manusia akan menemukan beberapa kesulitan dan dapat menghilangkan kemaslahatan yang lebih penting lagi. Kebolehan akad *kafalah* dengan upah/jasa ini pula disyaratkan oleh ulama fiqih bahwa *kafalah* tersebut tidak dijadikan sebagai lahan yang dapat menghasilkan keuntungan besar.

e. *Ijarah*

Ijarah (Ar. = Upah, sewa, jasa, atau imbalan) merupakan akad atas manfaat dengan imbalan, baik berupa sewa-menyewa, kontrak, menjual jasa, dan lain-lain.

Dasar hukum *ijarah* terdapat dalam firman Allah swt. QS. Az-Zukhruf (43): 32, yang artinya: *“Apakah mereka yang membagi-bagi rahmat Tuhanmu? Kami telah menentukan antara mereka penghidupan mereka dalam kehidupan dunia, dan Kami telah meninggikan sebagian mereka atas sebagian yang lain beberapa derajat, agar sebagian mereka dapat mempergunakan sebagian yang lain...”* Dalam QS at-Talaq (65): 6, yang artinya: *“...jika mereka menyusukan (anak-anak)-mu untukmu, maka berikanlah kepada mereka upahnya.”* Dalam QS. Al-Qasas (28): 26, yang artinya: *“Salah seorang dari dua wanita itu berkata: Ya bapakku ambillah ia sebagai orang yang bekerja (pada kita) ialah orang yang kuat lagi dapat dipercaya.”* Dalam hadits juga disampaikan

beberapa sabda Rasulullah saw., diantaranya: “Berikanlah upah/jasa kepada seseorang sebelum kering keringat mereka” (HR. Abu Ya’la, Ibnu Majah, Tabrani, dan Tirmidzi). Dalam riwayat Abu Hurairah dan Abu Sa’id al-Khudri, Rasulullah saw. bersabda: “Siapa yang menyewa seseorang maka hendaklah ia beritahu upahnya” (HR. Abdurrazak dan Baihaki). Selanjutnya dalam riwayat Ibnu Abbas dikatakan: “Rasulullah berbekam, lalu beliau membayar upahnya kepada orang yang membekamnya” (HR. Bukhari, Muslim, Ahmad bin Hanbal).

Terkait dengan rukun dan syarat *ijarah*, jumbuhur ulama mengatakan bahwa rukun *ijarah* ada empat, yaitu: orang yang berakad, sewa/imbalan, manfaat, dan *sighah* (*ijab* dan *kabul*). Adapun syarat *ijarah* adalah sebagai berikut:

- 1) Untuk orang yang berakad disyaratkan balig dan berakal;
- 2) Kedua belah pihak yang berakad menyatakan kerelaannya untuk melakukan akad *ijarah*;
- 3) Manfaat yang menjadi objek *ijarah* harus diketahui secara sempurna sehingga tidak muncul perselisihan dikemudian hari;
- 4) Objek *ijarah* itu dapat diserahkan dan dipergunakan secara langsung dan tidak bercacat;

- 5) Objek *ijarah* tersebut sesuatu yang dihalalkan oleh syarak;
- 6) Yang disewakan itu bukan suatu kewajipan bagi penyewa;
- 7) Objek *ijarah* tersebut merupakan sesuatu yang biasa disewakan;
- 8) Sewa/upah dalam akad *ijarah* harus jelas, tertentu dan sesuatu yang bernilai harta;
- 9) Sewa/upah tersebut tidak sejenis dengan manfaat yang disewa.

Macam-macam *ijarah* dilihat dari segi objeknya, akad *ijarah* dibagi oleh ulama fiqih menjadi dua macam, yaitu: yang bersifat manfaat dan yang bersifat pekerjaan. *Ijarah* yang bersifat manfaat contohnya adalah sewa menyewa kendaraan, rumah, pakaian, perhiasan, mesin, dan lain-lain. Apabila manfaat itu merupakan manfaat yang dibolehkan syarak untuk dipergunakan, maka ulama fiqih sepakat menyatakan boleh dijadikan objek sewa menyewa. Sedangkan *ijarah* yang bersifat pekerjaan ialah dengan cara mempekerjakan seseorang untuk melakukan suatu pekerjaan. *Ijarah* seperti ini menurut ulama fiqih hukumnya boleh apabila pekerjaan tersebut jelas dan diperbolehkan syarak.

Berakhirnya akad *ijarah*, apabila terjadi hal-hal sebagai berikut:

- 1) Objek hilang atau musnah;
- 2) Habisnya tenggang waktu yang disepakati dalam akad *ijarah*;
- 3) Apabila ada uzur dari salah satu pihak.

BAB IV

INVESTASI DAN SPEKULASI DI PASAR MODAL: DALAM PERPEKTIF EKONOMI ISLAM

Investasi dalam pengetahuan selalu memberikan hasil terbaik.

-Benjamin Franklin-

A. Investasi di Pasar Modal

Investasi merupakan penanaman uang atau modal dalam suatu perusahaan atau proyek dengan tujuan memperoleh keuntungan. Dalam Islam investasi merupakan kegiatan muamalah yang sangat dianjurkan, karena dengan berinvestasi harta yang dimiliki menjadi produktif dan juga mendatangkan manfaat bagi orang lain. Al Qur'an dengan tegas melarang aktivitas penimbunan (*iktinaz*) terhadap harta yang dimiliki dan menganjurkan untuk berinvestasi, firman Allah:

dan orang-orang yang menyimpan emas dan perak dan tidak menafkahkannya pada jalan Allah, Maka beritahukanlah kepada mereka, (bahwa mereka akan mendapat) siksa yang pedih. (QS. At-Taubah (9): 34)

Demikianlah, kenapa Islam melarang membiarkan aset yang menganggur dan mendorong agar setiap kekayaan yang ada pada kita untuk diinvestasikan. Imam Ghazali (dalam Karim, 2008: 99) mengecam orang yang menimbun harta dan tidak ditransaksikan atau diputar di sektor rill.

“Jika seorang menimbun dirham dan dinar, ia berdosa. Dinar dan dirham tidak memiliki guna langsung kepada dirinya. Dinar dan dirham diciptakan supaya beredar dari tangan ke tangan, untuk mengatur dan memfasilitasi pertukaran... [sebagai] simbol untuk mengetahui nilai dan kelas barang. Siapapun yang mengubahnya menjadi peralatan-peralatan emas dan perak tidak bersyukur kepada penciptanya dan lebih buruk daripada penimbun uang, karena orang yang seperti itu adalah seperti orang yang memaksa penguasa untuk melakukan fungsi-fungsi yang tidak cocok- seperti menenun kain, mengumpulkan pajak, dll. Menimbun koin masih lebih baik daripada mengubahnya, karena ada logam dan material lainnya seperti tembaga, perunggu, besi, tanah liat yang dapat digunakan untuk membuat peralatan. Tetapi tanah liat tidak dapat digunakan untuk mengganti fungsi yang dijalankan oleh dirham dan dinar.”

Anjuran untuk investasi di muka bumi semakin dipertegas dengan adanya hadis Rasulullah Saw. yang berbunyi,

“Jika hari kiamat tiba dan seorang di antaramu masih ada yang memegang tanaman (bibit sebuah pohon), maka tanamkanlah.” (HR. Ahmad).

“Berikanlah kesempatan kepada mereka yang memiliki tanah untuk memanfaatkan dengan caranya sendiri, dan jika hal itu tidak dilakukannya hendaknya diberikan

kepada orang lain agar memanfaatkannya.” (dalam Chapra, 1997: 60)

Hal senada juga dikatakan Umar bin al Khattab,

“Mereka yang mempunyai uang perlu mengembangkannya (menginvestasikannya), dan mereka yang mempunyai tanah perlu mengolahnya.” (dalam Chapra, 1997: 60)

“Niagakanlah harta anak yatim agar tidak termakan oleh zakat.” (dalam Jaribah, 2006: 508)

Menurut beberapa pandangan kontemporer, seorang Muslim yang menginvestasikan dana atau tabungannya tidak akan dikenakan zakat/pajak pada jumlah yang telah diinvestikannya, tetapi dikenakan pada keuntungan yang dihasilkan dari investasinya, karena dalam perekonomian Islam semua aset-aset yang tidak termanfaatkan dikenakan pajak/zakat, investor Muslim akan lebih baik memanfaatkan dananya dalam bentuk yang tidak termanfaatkan.

Yang menarik dalam perspektif ekonomi Islam, investasi bukanlah melulu bercerita tentang berapa keuntungan materi yang bisa didapatkan melalui aktifitas investasi, tapi ada beberapa faktor yang mendominasi motifasi investasi dalam Islam. Pertama, akibat implementasi mekanisme zakat maka aset produktif yang dimiliki seseorang pada jumlah tertentu (memenuhi batas nisab zakat) akan selalu dikenakan zakat, sehingga hal ini akan mendorong pemiliknya untuk mengelolanya melalui investasi. Dengan demikian melalui investasi tersebut

pemilik asset memiliki potensi mempertahankan jumlah dan nilai asetnya. Kedua, aktifitas investasi dilakukan lebih didasarkan pada motifasi sosial yaitu membantu sebagian masyarakat yang tidak memiliki modal namun memiliki kemampuan berupa keahlian (*skill*) dalam menjalankan usaha, baik dilakukan dengan bersyarikat (*musyarakah*) maupun dengan berbagi hasil (*mudharabah*). Jadi dapat dikatakan bahwa investasi dalam Islam bukan hanya dipengaruhi faktor keuntungan materi, tapi juga sangat dipengaruhi oleh faktor syariah (kepatuhan pada ketentuan syariah) dan faktor sosial (kemashlahatan ummat).

Investasi menjadi penting karena memungkinkan suatu masyarakat untuk terus-menerus meningkatkan kegiatan ekonomi dan kesempatan kerja, meningkatkan pendapatan nasional dan meningkatkan kemakmuran masyarakat. Peranan tersebut sesuai dengan fungsi investasi, yaitu pertama, investasi merupakan salah satu komponen pengeluaran agregat, maka kenaikan investasi akan meningkatkan permintaan agregat dan pendapatan nasional yang diikuti oleh penambahan kesempatan kerja. Kedua, penambahan barang modal sebagai akibat investasi akan menambah kapasitas memproduksi di masa depan dan menstimulir penambahan produksi nasional dan kesempatan kerja. Ketiga, investasi selalu diikuti oleh perkembangan teknologi, perkembangan ini akan memberikan sumbangan

penting terhadap produktivitas dan pendapatan per kapita masyarakat.

Untuk mengimplementasikan seruan investasi tersebut, maka harus diciptakan suatu sarana untuk berinvestasi. Banyak pilihan orang untuk menanamkan modalnya dalam bentuk investasi baik pada sektor riil maupun sektor finansial. Salah satu bentuk investasi terutama dalam sektor finansial (non bank) adalah menanamkan hartanya di pasar modal. Investasi melalui pasar modal berarti pembelian sekuritas dan barang-barang yang tidak bergerak atau menyimpan dana sebagai modal kepada suatu perusahaan agar dana tersebut memberikan keuntungan secara berkesinambungan dan hasilnya menjadi hak milik investor.

Pasar modal merupakan suatu kegiatan yang berkenaan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek (UU No. 8 Tahun 1995). Institusi pasar modal syariah merupakan salah satu pengejawantahan dari seruan Allah tentang investasi tersebut. Pembentukan pasar modal syariah merupakan pilar penting untuk mendukung terciptanya perekonomian bebas bunga dan berkeadilan. (Chapra, 1997: 71-76)

B. Spekulasi di Pasar Modal: Telaah dari Berbagai Perspektif

1. Definisi Spekulasi

Spekulasi secara istilah (Inggris: *speculation*) berarti pertimbangan; penafsiran, (Latin: *specula*) berarti melihat-lihat; mengawasi (Salim, 2006: 2215). Dalam Kamus Bahasa Indonesia, spekulasi didefinisikan sebagai pendapat atau dugaan yang tidak berdasarkan kenyataan; tindakan yang bersifat untung-untungan; (perihal) membeli atau menjual sesuatu yang mungkin mendapat untung besar. Menurut kamus besar ilmu pengetahuan, spekulasi didefinisikan sebagai transaksi bisnis (pembelian atau penjualan benda, efek, dsb.) yang dilakukan untuk memetik keuntungan secepat mungkin dengan memanfaatkan perubahan harga (M. Dagun, 1997: 1058). Hal senada juga disampaikan oleh Winardi (dalam Junaedi, 1990: 32) mendefinisikan spekulasi ialah, “pembelian atau penjualan benda-benda atau efek dengan harapan untuk mencapai laba, dari perubahan harga (dibaris bawah).” Serta menurut Junaedi, spekulasi kaitannya dengan jual-beli efek (khususnya saham), spekulasi adalah jual-beli saham dengan harapan laba pada kesempatan terjadinya fluktuasi dengan tanpa memikirkan untung-rugi investor.

Dalam kamus ekonomi, spekulasi didefinisikan sebagai menanggung resiko dalam mengantisipasi perolehan

hasil, namun mengakui adanya kemungkinan terjadinya kerugian di atas rata-rata. Kegiatan spekulasi merupakan kegiatan produktif yang bisa mendatangkan keuntungan dalam jangka waktu lama apabila dilakukan oleh mereka yang profesional, yang seringkali membatasi kerugian melalui penerapan teknik dan sarana pemagaran terhadap resiko, seperti perdagangan opsi, penjualan kosong, perintah stop kerugian, dan transaksi-transaksi dalam kontrak masa mendatang. Istilah spekulasi mengimplikasikan suatu resiko bisnis atau investasi yang bisa dianalisa dan diukur, dan perbedaannya dengan investasi adalah derajat resikonya. (Syahrul, *et. al.*, 2000: 1240)

Kegiatan spekulasi tidak berbeda dengan kegiatan mengambil resiko (*risk taking action*) yang biasa dilakukan oleh pelaku bisnis atau investor. Ada yang membedakan spekulasi dengan investor dari derajat ketidakpastian yang dihadapinya. Spekulasi berani menghadapi sesuatu yang derajat ketidakpastian tinggi tanpa perhitungan, sedangkan investor selalu senantiasa menghitung-hitung resiko dengan *return* yang diterimanya. Spekulasi adalah *game of chance* sedangkan bisnis adalah *game of skill*. Seseorang dianggap spekulatif apabila ia ditenggarai memiliki motif memanfaatkan ketidakpastian tersebut untuk keuntungan jangka pendek. Dengan karakteristik tersebut, maka investor yang terjun di

pasar perdana dengan motivasi mendapatkan *capital gain* semata-mata ketika saham dilepas di pasar sekunder, bisa masuk ke dalam golongan spekulasi. (Sapta dalam Huda, 2004: 78)

Perbedaan istilah spekulasi yang telah didefinisikan di atas, juga akan menyebabkan perbedaan pandangan tentang spekulasi di pasar modal. Spekulasi yang diidentikkan dengan kegiatan dugaan yang bersifat untung-untungan, *game of chance*, dan *risk taking action*, menyebabkan dilarangnya spekulasi di pasar modal atau transaksi bisnis dalam bentuk apapun. Namun jika kegiatan spekulasi didefinisikan dengan sebuah pertimbangan atau penafsiran, motif mencari keuntungan dengan resiko tertentu sebagaimana bisnis pada umumnya (spekulasi merupakan watak bisnis), menyebabkan masih dibolehkannya spekulasi dengan batasan tertentu berdasarkan pertimbangan *syara*, termasuk pertimbangan ekonomi dan fiqih itu sendiri yang nantinya dijelaskan kemudian.

2. Investasi versus Spekulasi

Berdasarkan berbagai definisi di atas mengenai spekulasi, terlihat jelas bahwa terdapat perbedaan yang mendasar antara *gamling* atau judi dengan spekulasi yang sering istilah ini disamakan oleh masyarakat. Seseorang yang melakukan *gamling* atau berjudi cenderung melakukan tindakan tanpa analisis, karena ia memang

tidak punya teknik dan atau pengetahuan yang memadai. Sebaliknya, spekulasi masih melibatkan analisis, bahkan kadang-kadang melibatkan informasi yang lengkap dan data yang akurat. Namun, kedua praktik ini sama-sama bertujuan mencari keuntungan jangka pendek tanpa memperhatikan orang lain. Selain itu juga yang perlu diperhatikan adalah spekulasi sering kali menggunakan cara-cara yang melanggar *role of the game* yang berlaku sehingga menyebabkan *gharar*.

Dalam hubungannya dengan investasi yang sangat dianjurkan dalam Islam terutama menyangkut praktik di lapangan, sulit untuk membedakan tindakan investasi dan spekulasi. Radcliffe (dalam Nafiq, 2009: 75) mencoba mengemukakan perbedaan ini dengan menyampaikan bahwa:

“Speculator accept fairly large risk, where as investor only moderate-to-low risk, and speculator have a large portfolio turnover, where as investors have low turnover.”

Perbedaan spekulasi dan investor juga dapat dilihat dalam melakukan pembelian dengan pembayaran sepenuhnya. Tujuan investor yang sebenarnya adalah sebagai alokasi dari tabungan mereka, memperoleh pendapatan, serta keuntungan dari apresiasi terhadap nilai saham yang mereka miliki jika mereka akan menjual dikemudian hari. Investor tidak tertarik akan transaksi

berjangka pendek, tujuan mereka pada saat pembelian adalah memegang saham dalam jangka panjang. Semakin singkat saham itu dapat dipegang, semakin lemah pula keinginannya untuk melakukan investasi. Oleh karena itu, tiga hal yang menjadi cirri suatu investasi di pasar modal adalah mengambil saham yang telah dibeli, melakukan pembayaran penuh, dan keinginan (pada saat membeli) untuk memegang saham untuk jangka waktu yang tidak khusus.

Lebih lanjut perbandingan antara investor dan spekulator menurut Nafik (2009: 75-76) dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4.1 Perbandingan Investor dan Spekulator

Investor	Spekulator
<ul style="list-style-type: none"> • Rasional dalam mengambil keputusan • Berhati-hati dan melakukan analisis dengan cermat • Mengumpulkan informasi selengkap mungkin • Mengharapkan pengembalian pada jangka yang relative panjang 	<ul style="list-style-type: none"> • Kadang-kadang tidak rasional • Melakukan analisis dengan cermat walaupun kadang-kadang manipulatif • Memanfaatkan informasi yang simpang siur dan membuat rumor yang menguntungkan dirinya • Mengharapkan pengembalian dalam

-
- Pada umumnya resiko yang diambil bersifat moderat
 - Mengharapkan pengembalian yang sesuai dengan resiko
 - Mengungkapkan harga sekuritas sebagai cerminan informasi dan kondisi ekonomi yang sebenarnya, baik mikro dan makro
 - Berdampak pada pasar yang bergejolak namun pasti (fluktuasi yang wajar)
 - jangka yang relative pendek (*profit taking*)
 - Memanfaatkan kondisi resiko tinggi dalam berspekulasi
 - Mengharapkan pengembalian yang tinggi dan menolak pengembalian yang rendah
 - Tidak peduli dengan kondisi perekonomian baik mikro maupun makro. Lebih suka beraksi pada kondisi ekonomi yang bergejolak
 - Berdampak pada pasar yang bergejolak dengan fluktuasi yang tinggi
-

Sumber: Nafik, 2009

3. Spekulatif dalam Perspektif Ekonomi

Salah satu inti persoalan dari pasar modal adalah potensi tindakan spekulatif investor, yang menghadapi pertentangan ekonomi dan agama (Islam). Dari sudut pandang ilmu ekonomi adalah pernyataan J.M. Keynes telah mendefinisikan ‘spekulasi’ sebagai ‘kegiatan

meramalkan (*forecasting*) psikologi pasar’, dan membandingkannya dengan kegiatan ‘perusahaan’ yang didefinisikan sebagai kegiatan memperhitungkan tingkat prospek keuntungan suatu aset sepanjang hidupnya (*over their whole life*). Keynes menekankan yang telah disampaikan di bab pendahuluan, bahwa jika ukuran pasar modal atau pasar uang lainnya meningkat maka, maka kesempatan berspekulasi juga akan meningkat. Selanjutnya, ia menekankan bahwa para spekulasi tidak terlalu membahayakan layaknya gelembung di atas aliran stabil perusahanan. Namun, posisinya akan menjadi serius ketika perusahaan menjadi gelembung dalam pusaran spekulasi. Spekulasi dalam bentuk ini dapat mengakibatkan misalokasi sumber dan akan berdampak pada perekonomian.

“Speculators may do no harm as bubbles on a steady stream of enterprise. But the position is serious when enterprise becomes the bubble on a whirlpool of speculation. When the capital development of a country becomes a by-product of the activities of a casino, the job is likely to be ill-done.” (Keynes, 1936)

Hal senada juga disampaikan oleh Samuelson dan Nordhaus (1992: 144),

“Memang, spakulasi yang ideal dapat meningkatkan kesejahteraan ekonomi, tetapi kita

tidak boleh melupakan kemungkinan buruk yang yang bias timbul. Kita jangan melupakan bahwa pedagang sering kali salah arah. Sebagaimana manusia biasa, mereka mungkin termakan kabar burung, harapan-harapan, dan ketakutan-ketakutan. Kadang-kadang spekulasi terseret historis massa dengan mengadakan transaksi gila-gilaan untuk suatu barang yang sebenarnya berharga murah. Spekulasi yang menimbulkan destabilisasi demikian akan merusak perekonomian dan mengurangi kesejahteraan masyarakat.”

Menurut Metwally (1995: 72), larangan spekulasi dalam ekonomi Islam berimplikasi terhadap perilaku ekonomi yaitu:

- a. Tidak ada tabungan yang disalurkan ke usaha yang mencari untung dari capital gains. Oleh karena itu, tabungan harus dibuat aktif dengan cara melaksanakan investasi nyata;
- b. Permintaan uang untuk spekulasi tidak ada dalam ekonomi Islam. Oleh karena itu, tidak dijumpainya permintaan akan uang untuk tujuan spekulasi seperti konsepsi Keynes;
- c. Dalam jangka pendek, karena tidak ada aktivitas spekulasi dalam pasar modal, maka tingkat

keuntungan yang diharapkan dari investasi (*marginal efficiency of capital*) akan lebih stabil.

Ekonom dan politisi Kwik Kian Gie (dalam Junaedi, 1990: 62) berpendapat mengenai spekulasi di pasar modal, ‘para spekulasi saham pasar modal itu bermanfaat. Pertama, berfungsi meratakan gejolak harga. Kedua, membuat komoditi yang bersangkutan (saham) likuid dan mobil (mudah berpindah tangan). Pekerjaan mereka boleh dikatakan sangat mirip dengan judi, tetapi judi yang mempunyai fungsi ekonomi yang positif. Jadi karena positif dan tidak sampai habis-habisan (lembar sahamnya masih ada), spekulasi saham itu bukan judi.

4. Spekulasi dalam Perspektif Fiqih

Berdasarkan penjelasan sebelumnya spekulasi dalam pasar modal selain berdampak negatif terhadap perekonomian jika perusahaan berada pada gelembung pusatan spekulasi, juga dalam perspektif ekonomi Islam spekulasi ini sering diidentikkan sebagai bentuk transaksi tidak sah berdasarkan *maisir* (judi) (lihat Hardeos, 2009: 78) dan *gharar* (Ayub, 2009: 173). Namun, yang perlu diklarifikasi dari pernyataan tersebut adalah bahwa berdasarkan penjelasan mengenai perbedaan spekulasi dan investasi, bahwa spekulasi itu bukan merupakan *gamling* atau judi atau bahasa fiqihnya adalah *maisir*, dan terkait dengan *gharar*, telah dijelaskan juga sebelumnya

bahwa spekulasi merupakan ciri perdagangan yang ada di mana-mana, berarti spekulasi adalah watak bisnis.

Terkait dengan perjudian (*maisir*), diharamkannya judi dilatarbelakangi oleh orang Arab jahiliah yang mempunyai kebiasaan menyimpan tiga buah anak panah di dalam ka'bah yang dibalut dengan kertas atau kain bertuliskan lakukan, jangan lakukan, dan kosong. Biasanya sebelum melakukan perjalanan jauh, mereka menemui juru kunci ka'bah dan minta diambilkan salah satu anak panah. Bila yang terambil anak panah bertuliskan lakukan, mereka akan melakukan perjalanan jauh dan mengaggap perjalanan mereka akan menimbulkan keselamatan. Ini merupakan *game of change* yang dilakukan tanpa usaha atau dalam perspektif jumbuh ulama dari Mahzab Hanafi, Maliki, Syafi'i, dan Hanbali berpendapat bahwa unsur terpenting dari *maisir* adalah "taruhan". Dalam beberapa kitab fiqih dikemukakan beberapa bentuk taruhan yang dibenarkan dan tidak termasuk dalam kategori *maisir* sebagaimana juga telah dibahas pada bagian sebelumnya, yaitu:

- a. Barang yang dijadikan taruhan disediakan oleh pemerintah atau pihak ketiga, atau orang lain;
- b. Taruhan tersebut bersifat sepihak, yaitu berasal dari salah satu pihak yang ikut dalam perlombaan tersebut. Kriteria ini dipahami dari hadits Rasulullah Saw. Yang diriwayatkan oleh Imam Abu Dawud. Dalam

hadist tersebut itu disebutkan bahwa Rukanah, salah seorang Kafir Quraisy, pernah mengajar Rasulullah Saw. untuk mengikuti permainan gulat dengannya. Dia menawarkan beberapa ekor kambing jika Rasulullah Saw. menang dan Rukanah pun masuk Islam.

Beberapa hal yang dilakukan orang Arab jahiliah tersebut dalam kaitannya dengan *maisir*, Allah memberikan peringatan dalam al Qur'an surat al Maidah: 90 – 91, sebagai berikut:

Hai orang-orang yang beriman, Sesungguhnya (meminum) khamar, berjudi, (berkorban untuk) berhala, mengundi nasib dengan panah, adalah Termasuk perbuatan syaitan. Maka jauhilah perbuatan-perbuatan itu agar kamu mendapat keberuntungan. Sesungguhnya syaitan itu bermaksud hendak menimbulkan permusuhan dan kebencian di antara kamu lantaran (meminum) khamar dan berjudi itu, dan menghalangi kamu dari mengingat Allah dan sembahyang; Maka berhentilah kamu (dari mengerjakan pekerjaan itu).

Hal ini pula diingatkan oleh Nabi Muhammad saw. (dalam Metwally, 1995: 72):

“Orang yang menumpuk gandum pada waktu kekurangan (dengan harapan akan memperoleh

keuntungan yang berlebihan nanti) adalah dosa besar”; dan “Seseorang yang mengimpor dan menjualnya dengan harga pasar untuk menjaga kelangsungan usahanya adalah mendapat berkah, akan tetapi bila seseorang menguasainya untuk membuatnya agak mahal, maka hal itu menjauhi kesenangan Tuhan dan perbuatan Iblis bila seseorang menguasai transaksi untuk mengantisipasi kenaikan harga.”

Dalam kaitannya dengan spekulasi yang terhindar dari unsur judi (*maisir*) adalah *rasional speculation* yang berusaha dengan keras menghitung-hitung resiko dengan *return* yang diterimanya (*game of skill*). Kaitannya dengan resiko menurut Hidayat Y W (2010) salah satu anggota DSN-MUI, ada tiga syarat risiko dalam dikategorikan sebagai *tolerable risks*, yaitu: dapat diabaikan, tidak dapat dihindarkan, dan tidak diinginkan dengan sengaja. Syarat pertama mengindikasikan bahwa tingkat kemungkinan dari kegagalan sangatlah kecil sehingga potensi dari kegagalan sangatlah terbatas. Semakin besar potensi kegagalan, maka tingkat kepastian akan keberhasilan menjadi menurun. Secara singkat dapat dikatakan bahwa untuk suatu *tolerable risk* maka kemungkinan dari kegagalan haruslah lebih kecil daripada kemungkinan tingkat keberhasilannya. Syarat kedua

mengindikasikan bahwa tingkat penambahan nilai dari suatu aktivitas transaksi tidak dapat diwujudkan tanpa adanya kesiapan untuk menanggung risiko. Syarat yang ketiga mengisyaratkan bahwa tujuan dari suatu transaksi ekonomi yang normal adalah untuk menciptakan nilai tambah, bukan untuk menanggung risiko. Sehingga risiko bukan merupakan sesuatu yang menjadi keinginan dari suatu transaksi keuangan dan investasi.

Dalam kaitannya dengan *gharar*, adanya unsur *gharar* juga telah disampaikan pada pembahasan bagian sebelumnya pada suatu transaksi disebabkan oleh beberapa hal, diantaranya:

- a. Tidak adanya kemampuan penjual untuk menyerahkan objek akad pada waktu terjadi akad, baik objek akad itu sudah ada maupun belum ada (*bai' al-ma'dum*). Hal ini berdasarkan hadist Rasulullah Saw.: “Jangankah kamu menjual ikan yang masih ada di dalam air, karena itu adalah *gharar*” (HR. Ahmad bin Hanbal);
- b. Menjual sesuatu yang belum berada di bawah penguasaan penjual. Ketentuan ini berdasarkan pada hadits yang menyatakan Rasulullah Saw. melarang menjual barang yang sudah dibeli sebelum barang tersebut berada di bawah penguasaan pembeli pertama (HR. Abu Dawud);

- c. Tidak adanya kepastian tentang jenis pembayaran atau jenis benda yang di jual;
- d. Tidak adanya kepastian tentang sifat tertentu dari benda yang dijual. Rasulullah Saw. bersabda: “Janganlah kamu melakukan jual-beli terhadap buah-buahan, sampai buah-buahan itu terlihat baik (layak konsumsi)” (HR. Ahmad bin Hanbal, Muslim, an-Nasa’i, dan Ibnu Majah);
- e. Tidak ada kepastian tentang jumlah harga yang harus dibayar;
- f. Tidak ada kepastian tentang waktu penyerahan objek akad. Jual beli seperti ini termasuk *gharar* karena objek akad dipandang belum ada, yang merupakan alasan dalam pelarangan melakukan jual-beli *habal al-habalah* (HR. Abu Dawud);
- g. Tidak adanya ketegasan bentuk transaksi, yaitu adanya dua macam atau lebih transaksi yang berbeda dalam satu objek akad tanpa menegaskan bentuk transaksi mana yang dipilih sewaktu terjadinya akad;
- h. Jual-beli ini merupakan bentuk kedua dari penafsiran atas larangan Rasulullah Saw. untuk melakukan *bai’atain fi bai’ah*;
- i. Kondisi objek akad tidak dapat dijamin kesesuaian dengan yang ditentukan dalam transaksi;
- j. Adanya keterpaksaan, antara lain berbentuk: Jual-beli lempar batu (*bai’al-hasa*), jual-beli saling melempar

(*bai' al-munabazah*), dan jual-beli dengan cara menyentuh (*bai' al-mulamasah*).

Dalam jual-beli (seperti contoh di atas), *gharar* berkaitan dengan barang yang diperjual-belikan, dimana transaksi tersebut bersifat spekulasi. Terdapatnya unsur penipuan sehingga menyebabkan kerugian kepada si penjual dan pembeli. Untuk itu ulama klasik membedakan antara *gharar* yang membatalkan akad dan *gharar* yang dimaafkan, perkara ini berdasarkan kepada kaidah fiqih, seperti الضرر يزال (kemudharatan harus dihilangkan). Berkaitan dengan ini mayoritas fuqaha meletakkan syarat perkara *gharar* yang tidak dilarang:

- a. Sesuatu yang tidak disebutkan dalam akad jual-beli tetapi termasuk dalam objek akad;
- b. Sesuatu yang menurut kebiasaan suatu daerah dapat dimaafkan atau ditolerir dalam akad jual-beli, baik karena sedikit jumlahnya maupun karena sulit memisahkan dan menentukannya.

Berdasarkan uraian tersebut perkara *gharar* dalam transaksi tidak dapat dihindarkan dan dihapuskan keseluruhan, tetapi dibenarkan asal dalam bentuk yang kecil, dan tidak sampai menimbulkan kerugian yang besar. Disamping itu unsur *gharar* yang terdapat dalam perdagangan mesti bersifat fundamental dan teknikal, sehingga unsur *gharar* dapat dikurangi. Hal ini sejalan dengan apa yang dikemukakan oleh Qhardawi (dalam

Hulwati, 2009: 145): Apabila kausalitas *gharar* itu sedikit dan telah dimaklumkan pada *urf*, jual-beli tidak diharamkan.

Lebih lanjut para fuqaha' membagi *gharar* berdasarkan tingkatan-tingkatan. Pertama, *al-Gharar al-yasir* (*gharar* ringan), biasanya *gharar* tingkatan ini ditolerasi karena selalu lekat dalam transaksi masyarakat, tidak bisa dihindari karena sunnatullah, dan biasanya bersifat konstruktif. Dan yang kedua, *al-Gharar al-Fakhisy* (*gharar* berat) yang berakibat merugikan kepentingan salah satu pihak, atau masing-masing pihak dalam akad dan biasanya bersifat destruktif. *Gharar* semacam ini biasanya tidak dapat ditoleransi. Terdapat tingkatan-tingkatan lagi diantara dua tingkatan ini yang dipertentangkan oleh para fuqaha' . Sebagian menyamakan hukumnya dengan yang pertama yaitu dibatalkan oleh syariah, sedangkan kedua *gharar* dalam lingkaran yang dimaafkan (*alma'fu 'anhu*).

Hukum spekulasi yang dibatalkan oleh syariah oleh para fuqaha' mengenai *gharar* tersebut dalam perspektif hukum Islam juga dikenal dengan istilah *juhala* atau *jahala*, yang merupakan sesuatu yang tidak diketahui, sehingga mengakibatkan timbulnya suatu ketidakpastian. Jual beli dinyatakan tidak sah apabila jumlah barang hanya dapat dihitung dengan perkiraan. Dengan demikian dilarang mejual buah yang masih tumbuh di pohon untuk

ditukar dengan buah yang sudah dipetik yang dihitung dengan perkiraan dengan menganggap jumlahnya sama dengan yang masih ada di pohon padahal pohon yang mana belum ditentukan, sehingga mengandung unsur untung-untungan. Berkaitan dengan ini Rahman (1995: 173-182) membagi praktik *juhala* ke dalam dua ciri umum yaitu: Jual beli dengan kira-kira dan ketidakjelasan dan pembayaran yang tidak jelas. Dalam hadits diriwayatkan dari Jabir bin Abdullah ra.

“Nabi saw. melarang penjualan sejumlah kurma yang tidak diketahui takarannya, dibarterkan dengan kurma lain yang ditentukan takarannya.” (HR. Muslim)

Para spekulasi berpendapat, orang yang menguasai informasi akan mendapatkan keuntungan yang paling tinggi. Mereka tidak mempedulikan kepentingan dan kondisi ekonomi serta pelaku pasar yang lain, mereka hanya memikirkan kepentingan sendiri. Mereka berharap keuntungan yang sangat besar meskipun orang lain dirugikan. Bagi mereka, harta yang didapatkan adalah hasil jerih payahnya sendiri. Tindakan yang demikian bertentangan dengan al Qur'an (lihat QS. Al-Hasyr: 7). Larangan spekulasi tersebut juga dipertegas dengan al Qur'an surat al Maidah: 3, karena tindakan tersebut dianggap sebagai tindakan fasik (lihat juga QS. Al Baqarah: 188 dan An-Nisa: 29). Larangan terhadap perkara ini juga berdasarkan lafaz hadist yang menjadi

kaidah fiqih, seperti لا ضرر ولا ضرار (“tidak boleh memudharatkan dan tidak boleh memudharatkan”).

Dari uraian di atas dapat disimpulkan bahwa praktik spekulatif yang dilarang adalah praktik spekulatif yang dalam proses jual-beli melibatkan kasus barang/saham yang tidak ada dan tidak dimiliki, mengandung unsur *jahala*, dan eksploitasi atau maksimalisasi keuntungan dengan mendzalimi orang lain serta menghalalkan berbagai cara, cenderung bersifat destruktif terutama bagi perekonomian serta mengandung unsur *maisir* (karena sulitnya membedakan praktik spekulatif dan *gamling*).

C. Investasi dan Spekulasi di Pasar Modal Pandangan Beberapa Tokoh

Pandangan beberapa tokoh di Indonesia mengenai spekulasi di pasar modal dalam perspektif agama (Islam). KH. Ibrahim Husen (mantan Ketua Komisi Fatwa MUI Pusat) menyatakan kebolehan jual-beli saham meskipun terdapat unsur spekulasi. KH. Ibrahim Husein melihat bahwa spekulasi merupakan ciri perdagangan yang ada di mana-mana berarti spekulasi adalah watak bisnis. Akan tetapi orang tidak boleh terlalu tergantung dengan unsur spekulasi. Masalah fluktuasi harga (kurs) saham sama saja dengan perubahan harga emas. Ada naik dan ada turun, asal masing-masing penjual dan pembeli sama mau dan tidak merasa

tertipu. (dalam Junaedi, 1990: 68; Hulwati, 2001: 77-78; dan Nazir & Hasanuddin, 2008: 464-465)

Munawir Sjadzali (mantan Menteri Agama) dan Marzuki Usman (mantan ketua Bapepeam) membantah adanya unsur judi dalam transaksi saham. Pasar modal tidak berbeda dengan pasar komoditi lain. Masalah naik turunnya harga sama dengan naik turunnya komoditi lain yang terjadi karena permintaan dan penawaran. Spekulasi dalam saham tidak sama dengan judi, di sana ada informasi serta perhitungan-perhitungannya, sedangkan judi tidak ada, seharusnya saham itu dihalalkan. Lain halnya dengan AM. Saefuddin, kalau saja saham tersebut menjadi alat spekulasi di bursa, maka lembaran saham tersebut sekaligus menjadi alat judi. Nyatanya, ketika saham ditawarkan di bursa orang tidak lagi melihat untung dan rugi. Mereka memburu nasib untuk mendapatkan untung. Pendapat senada dikemukakan oleh Peunoh Dali (Ketua Majelis Tarjih Muhammadiyah Pusat). Pasar modal mengandung unsur positif dan negatif. Positifnya, pasar modal merupakan upaya mobilisasi dana masyarakat, guna mendukung usaha-usaha besar yang pada dasarnya juga untuk kepentingan masyarakat luas. Sedangkan negatifnya, di sana ada unsur spekulasi yang bisa disamakan dengan praktik ijon, dan termasuk *gharar*. Oleh karena itu ia menghukum *makruh* (larangan yang tidak sampai haram). Keputusan Mu'tamar NU 1989 menyatakan bahwa pasar modal termasuk dalam kategori *gharar*, tetapi

secara tegas tidak dinyatakan haram.(dalam Hulwati, 2001: 78; Nazir & Hasanuddin, 2008: 464-465)

Peunoh Dali (pakar hukum Islam IAIN Jakarta), mengatakan bahwa jual-beli saham di pasar modal setidaknya-tidaknya hukumnya makruh, karena mengandung unsur spekulasi yang sangat besar (*gharar*) sehingga bisa mencelakakan orang banyak. Pendapat senada juga dikemukakan Dr. H. Satria Effendi (dosen fiqih Islam Fakultas Pascasarjana IAIN Jakarta), menurutnya transaksi jual-beli saham mengandung dua kemungkinan, yaitu *gubun fahisy* (kerugian besar) dan *gubun yasir* (kerugian ringan/biasa). Apabila berakibat kerugian ringan, masih ditolelir dalam Islam, tetapi jika terdapat unsur penipuan yang berakibat *gubun fahisy*, maka tidak dibenarkan dalam Islam. Hal ini akan merusak moral masyarakat dalam perilaku ekonomi. (dalam Nazir & Hasanuddin, 2008: 464-465)

Syafi'i Antonio, melihat unsur spekulasi di pasar modal sangat tinggi karena banyaknya unsur yang mempengaruhi satuan harga, sehingga hal itu dikategorikan pada unsur *gharar*, tetapi harus dilihat apakah unsur spekulasi tersebut *gharar khafi* atau *gharar fahsily* (*azim*) yang dapat menimbulkan ketidakpastian (*uncertainly*) terhadap hukum dari sisi harga. Oleh karena itu, unsur *gharar* dalam saham harus masuk pada hal yang bersifat fundamental dan teknikal, maka *gharar* bisa dieliminir. Tetapi kalau termasuk pada sesuatu yang bersifat politis,

situasional yang banyak mempengaruhi harga, maka transaksi saham dilarang. Demikian halnya dengan unsur spekulatif, di mana unsur spekulatif ini memang ada, tetapi harus dikurangi antara lain melalui: *disclosure*, menghindari *insider trading*, *short selling*, intervensi hak tertentu sehingga unsur spekulatif bias mengecil. Kemudian berfluktuasinya harga saham hal ini tidak menjadi masalah karena dapat disamakan dengan jual beli rumah, mobil, emas yang harganya juga berfluktuasi. (dalam Hulwati, 2001: 78-79)

Dari beberapa pandangan tokoh di atas terkait dengan investasi dan spekulasi pasar modal dapat disimpulkan terutama terkait dengan praktik spekulasi di pasar modal, beberapa tokoh menganggap: menyarankan/merekomendasikan, membolehkan, makruh, sampai pada status hukum haram. Namun, sebagian besar tokoh membolehkan investasi dan spekulasi di pasar modal dengan syarat harus benar-benar terhindar dari berbagai praktik yang dilarang seperti *maisir*, *gharar* atau *juhala*, dan kegiatan eksploitatif yang dapat memudharatkan diri sendiri dan orang lain.

BAB V

PASAR MODAL SYARIAH

“Dengan globalisasi yang dapat diramalkan, umat Muslim harus mengambil manfaat dari potensi-potensi yang timbul dari keterlibatan dalam pasar modal; ini untuk mencegah kaum Muslim tertinggal dibandingkan non-Muslim. Bagaimanapun juga, haruslah menjadi pemikiran investor-investor Muslim bahwa apapun tindakan dan kegiatan yang mereka ikuti di pasar modal, mereka harus mengikuti petunjuk-petunjuk dan aturan-aturan yang dinyatakan dalam prinsip-prinsip syariah.”

-Mohd Ma’sum Billah-

A. Tinjauan Umum Pasar Modal Indonesia

1. Karakteristik dan Tipe Pasar Modal

Pasar modal merupakan suatu kegiatan yang berkenaan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek (UU No. 8 Tahun 1995). Lembaga pasar modal adalah merupakan pelengkap di sektor keuangan terhadap dua lembaga lainnya yaitu bank dan lembaga pembiayaan. Pasar modal memberikan jasanya yaitu menjembatani hubungan antara pemilik dana atau pemodal (investor) dengan peminjam dana atau emiten (perusahaan yang *go public*). Industri pasar modal juga

mempunyai karakteristik yang membedakannya dengan lembaga keuangan lain, diantaranya:

- Cermin aktivitas ekonomi modern dan menjadi salah satu tolak ukur kinerja ekonomi (IHSG) (*mirror of economic activity*);
- Dinamis dan terus membutuhkan inovasi dan adaptasi;
- Keterbukaan informasi (*disclosure*) menjadi basis pengambilan keputusan investasi;
- Pergerakan modal tidak lagi ditentukan batas wilayah geografis (*borderless*);
- Padat Teknologi Informasi. Keunggulan daya saing ditopang kemajuan teknologi informasi (*scripless dan remote trading*);
- *Highly Regulated*.

Perusahaan yang membutuhkan dana dapat menjual surat berharganya di pasar modal, surat berharga yang baru dikeluarkan oleh perusahaan dijual di pasar primer (*primary market*). Surat berharga yang baru dijual dapat berupa penawaran perdana ke publik (*initial public offering* atau IPO) atau tambahan surat berharga baru jika perusahaan *going public* (securitas tambahan ini sering disebut dengan *seasoned new issued*). Selanjutnya surat berharga yang sudah beredar, diperdagangkan di pasar sekunder (*secondary market*).

Tabel 5.1 Perbedaan Pasar Primer dan Pasar Sekunder

No.	Keterangan	Pasar Primer	Pasar Sekunder
1.	Harga	Tetap, ditentukan oleh penerbit surat berharga	Berfluktuasi, ditentukan oleh pengaruh supply dan demand
2.	Biaya	Tidak dikenakan biaya komisi	Dikenakan biaya komisi
3.	Jangka waktu penjualan	Terbatas	Tidak terbatas
4.	Cara memesan	Dilaksanakan melalui agen penjualan	Dilaksanakan oleh anggota bursa

Sumber: Veithzal (2007)

Tipe lain pasar modal adalah pasar modal ketiga (*third market*) dan pasar keempat (*fourth market*). Pasar ketiga merupakan pasar perdagangan surat berharga pada saat pasar kedua tutup. Pasar ketiga dijalankan oleh broker yang mempertemukan pembeli dan penjual pada saat pasar kedua tutup. Pasar keempat merupakan pasar modal yang dilakukan diantara institusi berkapasitas besar untuk menghindari komisi untuk broker. Pasar keempat umumnya menggunakan jaringan komunikasi untuk memperdagangkan saham dalam jumlah blok yang besar.

2. Peran dan Fungsi Pasar Modal

Peranan pasar modal dilihat dari sudut ekonomi makro adalah sebagai piranti untuk melakukan alokasi sumber daya ekonomi secara optimal. Kelebihannya lagi, dibandingkan dengan kredit perbankan, bahwa pasar modal merupakan sumber pembiayaan yang tidak menimbulkan *inflatoir*. Sumber daya ekonomi yang sudah ada, kemudian melalui pasar modal dialokasikan sedemikian rupa sehingga kedudukannya berubah yaitu dari titik “*Pareto Inefficiency*” menjadi ke titik “*Pareto Efficiency*.” Ini dapat terjadi apabila informasi yang tersedia di pasar modal adalah cepat, tepat, dan akurat. Akibat lebih jauh dari berfungsinya pasar modal sebagai piranti untuk mengalokasikan sumber daya ekonomi secara optimal adalah naiknya pendapatan nasional, terciptanya kesempatan kerja, dan semakin meratanya pemerataan hasil-hasil pembangunan (Marzuki Usman, dalam Supranto, 2004: 3). Pasar modal telah tumbuh menjadi *leading indicator* bagi ekonomi suatu negara, dengan fungsi antara lain: (Veithzal, 2007: 934-935)

- a. Menyediakan sumber pembiayaan (jangka panjang) untuk dunia usaha sekaligus memungkinkan alokasi sumber dana secara optimal;
- b. Memberikan wahana informasi bagi investor sekaligus memungkinkan upaya diversifikasi;

- c. Menyediakan *leading indicator* bagi trend ekonomi suatu negara;
- d. Penyebaran kepemilikan perusahaan ke dalam masyarakat umum;
- e. Memberikan kesempatan memiliki perusahaan yang sehat dan berprospek;
- f. Menciptakan lapangan kerja yang menarik;
- g. Menciptakan likuiditas perdagangan efek;
- h. Penyebaran kepemilikan, keterbukaan, dan profesionalisme serta menciptakan iklim berusaha yang sehat.

Di era globalisasi ini, hampir semua negara menaruh perhatian yang besar terhadap pasar modal karena memiliki peranan strategis bagi penguatan ketahanan ekonomi suatu negara. Terjadinya pelarian modal ke luar negeri (*capital flight*) bukan hanya merupakan akibat merosotnya (depresiasi) nilai rupiah atau tingginya inflasi dan suku bunga di suatu negara, akan tetapi juga diakibatkan karena tidak tersediannya alternatif investasi yang menguntungkan di negara tersebut, dan atau pada saat yang sama, investasi portofolio di bursa negara lain menjanjikan keuntungan yang lebih jauh lebih tinggi dibanding dengan bursa di negara asalnya.

Pada dasarnya menurut Marzuki Usman (1997), terdapat empat peranan strategis dari pasar modal bagi perekonomian suatu negara, yaitu:

- a. Sebagai sumber penghimpunan dana;
- b. Sebagai alternatif investasi Para Pemodal;
- c. Biaya perhimpunan di pasar modal relatif rendah;
- d. Bagi negara, pasar modal akan mendorong perkembangan investasi.

Sedangkan menurut Muhammad Samsul (2006: 43-45), peranan pasar modal dapat dilihat dari 3 sudut pandang, yaitu: sudut pandang negara, emiten, dan masyarakat. Pada sudut pandang negara, pasar modal dibangun dengan tujuan mengerakkan perekonomian suatu negara melalui kekuatan swasta dan mengurangi beban negara. Pada sudut pandang emiten, pasar modal merupakan sarana untuk mencari tambahan modal. Dan pada sudut pandang masyarakat, pasar modal merupakan sarana baru bagi masyarakat untuk menginvestasikan uangnya.

Banyak pilihan investasi di pasar modal yang dapat digunakan untuk mendapatkan potensi keuntungan di masa depan. Pada dasarnya semua investasi mengandung peluang keuntungan dan resiko kerugian. Investor dapat memilih produk investasi yang sesuai dengan kebutuhan masing-masing, apakah dengan investasi saham, obligasi, derivatif, dan reksadana.

Saham merupakan tanda penyertaan atau pemilikan seseorang atau badan hukum dalam suatu usaha. Investasi saham memberikan peluang keuntungan, antara lain berupa: dividen yang dibagikan oleh emiten atas keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan tersebut dan *capital gain* yang diperoleh investor atas selisih harga jual saham dibandingkan dengan harga belinya. Sedangkan resiko kerugian yang mungkin diderita investor saham, antara lain: *capital loss* yaitu turunnya harga saham yang dimiliki investor dibawah harga belinya dan perusahaan, yang sahamnya dimiliki investor, dinyatakan bangkrut atau dibubarkan oleh pengadilan. Dalam memulai investasi saham, setidaknya beberapa hal yang harus diperhatikan investor adalah meminta rekomendasi dari *Account Executive/Broker*, pilih saham-saham yang likuid dan fundamental yang baik, mulai dengan dana minimum yang ditetapkan, serta pahami mekanisme transaksi dan resiko yang ada.

Obligasi merupakan surat hutang pasar modal yang memuat perjanjian (kontrak) kesediaan emiten untuk melakukan pembayaran secara tetap kepada investor dan mengembalikan pokok pinjaman pada akhir periode perjanjian. Obligasi pada dasarnya terbagi menjadi dua macam, yaitu obligasi negara atau surat hutang negara dan obligasi korporasi. Investasi obligasi yang memiliki karakteristik berbeda dengan saham, memberikan peluang

keuntungan, antara lain: obligasi memberikan pendapatan tetap (*fixed income*) berupa bunga yang dibayarkan secara periodik sampai dengan jatuh temponya obligasi tersebut, investor akan memperoleh kembali pokok nominal obligasi pada tanggal jatuh tempo obligasi tersebut, dan pemegang obligasi dapat memperjualbelikan obligasi yang dimilikinya sebelum tanggal jatuh tempo. Namun, investasi obligasi juga memiliki resiko, antara lain: perusahaan penerbit obligasi tidak mampu membayar bunga ataupun pokok obligasi pada saat jatuh tempo pembayaran dan nilai pasar obligasi akan turun pada saat tingkat suku bunga meningkat. Dalam memulai investasi di obligasi setidaknya beberapa hal yang harus diperhatikan investor adalah setiap obligasi memiliki rating (peringkat) yang dikeluarkan badan pemeringkat seperti Pefindo dan untuk obligasi investor individu (ritel) tersedia obligasi negara (ORI dan Sukuk Ritel).

Selain instrument investasi saham dan obligasi, pasar modal juga menyediakan alternatif berupa produk derivatif atau produk turunan saham dan atau obligasi. Pasar modal Indonesia juga menyediakan berupa: Kontrak Opsi Saham (*Stock Option*) dan Kontrak Berjangka Indeks LQ-45 (*LQ-45 Index Futures*). Investasi pada produk derivatif biasanya dilakukan sebagai sarana lindung nilai bagi investasi pada produk efek yang lain. Investor menyetor dana berupa margin awal (*initial margin*) atau

sebagai setoran awal atas transaksi yang dilakukan. Investasi pada produk derivatif dibatasi oleh waktu tidak seperti pada saham dan atau obligasi. Oleh karena itu, investor harus selalu memantau tanggal waktu berakhirnya kontrak produk derivatif tersebut.

Reksa dana merupakan wadah yang digunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi. Investasi reksadana memberikan peluang keuntungan bagi investor, antara lain: investor dapat melakukan diversifikasi investasi untuk memperkecil resiko walaupun tidak memiliki dana yang besar, investasi dalam efek akan dilaksanakan oleh manajer investasi yang profesional sebagai wakil investor, dan pemantauan kinerja investasi dikerjakan oleh manajer investasi mewakili investor reksa dana sehingga menghemat waktu dan tenaga investor. Sedangkan resiko berinvestasi dalam reksa dana, antara lain: resiko berkurangnya nilai unit penyertaan, resiko tidak tersediannya uang tunai dalam jumlah yang cukup bila sebagian besar pemegang unit penyertaan melakukan pencairan (*redemption*) pada saat yang bersamaan, dan resiko turunnya nilai efek secara keseluruhan karena kondisi negatif pasar modal dan atau perekonomian secara umum. Dalam memilih investasi di Reksa dana, beberapa hal yang harus diperhatikan investor adalah pilih manajer

investasi dengan reputasi yang baik dan pilih jenis reksa dana yang sesuai dengan tujuan investasi dan tingkat resiko yang sesuai.

3. Struktur Pasar Modal Indonesia

Pasar modal dimanfaatkan perusahaan untuk mencari dana dan selanjutnya digunakan untuk melakukan investasi. Untuk menciptakan mekanisme pasar modal yang baik, diperlukan adanya lembaga yang mengatur pasar modal. Lembaga tersebut adalah Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK) yang bertindak atas nama Departemen Keuangan. Bapepam-LK memiliki tugas dan tanggungjawab sebagai pelaksana bursa efek di Indonesia sehingga harus setiap saat mengawasi aktivitas di bursa efek, selain bertugas membina pelaku bursa efek serta mengatur agar bursa efek dapat berjalan dengan baik.

Struktur pasar modal di Indonesia diatur dalam UU No. 8 Tahun 1995 tentang pasar modal. UU tersebut kemudian menyebutkan beberapa lembaga yang terkait dengan operasional pasar modal, di antaranya:

- a. Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK)

Bapepam-LK memiliki tugas melakukan pembinaan, pengaturan, dan pengawasan sehari-hari pasar modal. Sedangkan wewenang Bapepam-LK adalah melakukan:

- 1) Pemberian perijinan kepada perseorangan atau lembaga yang terkait dengan pasar modal;
- 2) Menyatakan efektifnya pernyataan pendaftaran bagi emiten;
- 3) Mengadakan pemeriksaan terhadap kegiatan di bursa;
- 4) Memberikan sanksi terhadap pelanggaran di bursa.

b. Bursa Efek

Bursa efek adalah pihak lembaga/perusahaan yang menyelenggarakan dan menyediakan fasilitas sistem pasar untuk mempertemukan penawaran jual beli efek antara berbagai perusahaan/perorangan yang terlibat dalam tujuan memperdagangkan efek perusahaan-perusahaan yang telah tercatat di bursa efek.

c. Perusahaan Efek

Perusahaan efek adalah pihak yang melakukan kegiatan usaha sebagai penjamin emisi efek, perantara pedagang efek, dan atau manajer investasi. Perusahaan efek berfungsi sebagai perantara dalam aliran dana dan informasi antara investor dengan investor, antara investor dengan perusahaan go public (emiten), selain sebagai pemeran utama dalam meningkatkan pergerakan dan volume investasi di bursa. Adapun tugas dari perusahaan efek adalah memasyarakatkan pasar modal, sebagai salah satu

sarana alternatif investasi. Perusahaan menjalankan beberapa kegiatan, diantaranya:

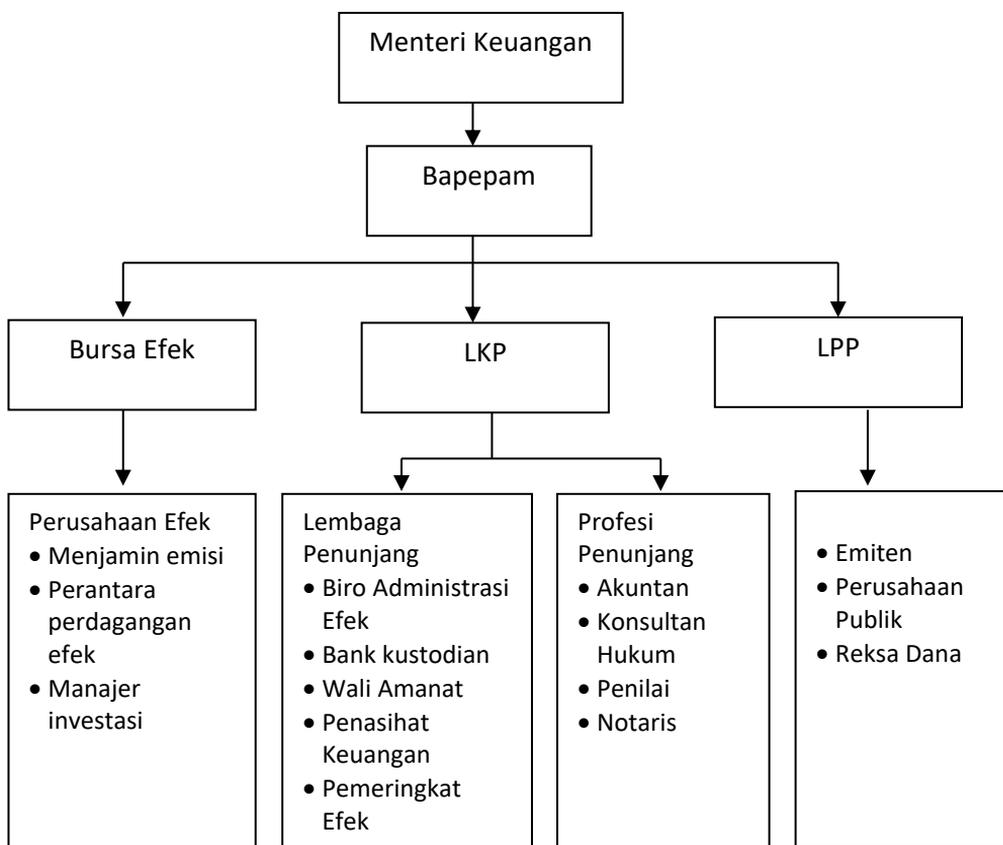
- 1) Penjamin Emisi Efek (*Underwriter*): membuat kontrak dengan emiten untuk melakukan penawaran umum bagi emiten dengan atau tanpa kewajiban untuk membeli sisa efek yang tidak terjual.
- 2) Perantara Pedagang Efek (*Broker*): melakukan kegiatan usaha jual beli efek untuk kepentingan sendiri atau pihak lain
- 3) Manajer Investasi (*Fund Manager*): mengelola portofolio efek untuk para nasabah atau portofolio investasi kolektor untuk sekelompok nasabah

d. Lembaga Kliring dan Penjamin (LKP)

LKP bertujuan menyediakan jasa kliring dan penjaminan penyelesaian transaksi bursa yang teratur, wajar, dan efisien. LKP ini dilaksanakan oleh PT Kliring Penjamin Efek Indonesia (KPEI). Lembaga ini juga terdiri dari dua macam, yaitu lembaga penunjang yang terdiri dari Biro Administrasi Efek, Bank Kustodian, Wali Amanat, Penasihat Keuangan, dan Pernerjangkat Efek, sedangkan Profesi Penujang terdiri dari Akuntan, Konsultan Hukum, Penilai, dan Notaris.

e. Lembaga Penyimpan dan Penyelesaian (LPP)

LPP dilaksanakan oleh KSEI (Kustodian Sentral Efek Indonesia) yang didirikan bertujuan untuk menyediakan jasa kustodian sentral bagi bank kustodian, perusahaan efek, dan pihak lain serta penyelesaian transaksi yang teratur, wajar, dan efisien.



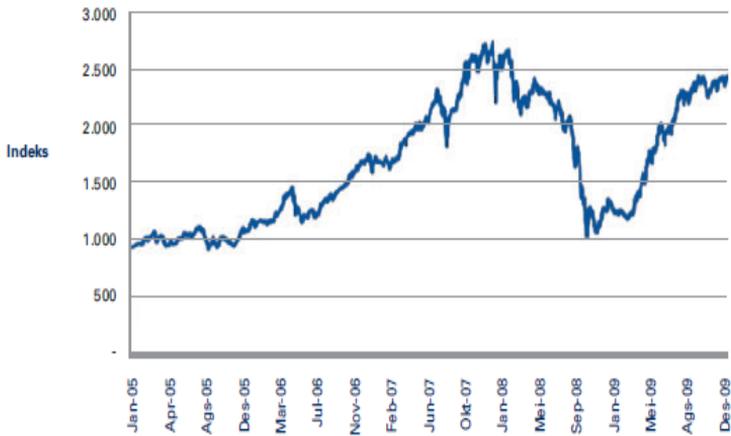
Gambar 5.1 Struktur Pasar Modal Indonesia

4. Perkembangan Pasar Modal Indonesia

Kinerja pasar modal Indonesia selama 5 (lima) tahun yakni dari tahun 2005 sampai dengan 2009 yang mengalami tren pertumbuhan yang meningkat, kecuali penurunan yang tajam di tahun 2008 sebagai akibat dari krisis global diparuh kedua tahun 2008. Pada akhir tahun 2009 indeks harga saham gabungan (IHSG) yang mencapai level 2.534,36 mengalami kenaikan sebesar 117,98% dibandingkan dengan IHSG pada tahun 2005 yang berada pada level 1.162,63. Pada semester kedua tahun 2008 dan kuartal pertama tahun 2009, telah terjadi krisis global yang sangat besar yang dampaknya telah menjatuhkan secara drastis indeks harga saham di bursa-bursa dunia termasuk Indonesia. Sebagaimana dapat dilihat pada grafik, pergerakan IHSG dalam kurun waktu 2005 - 2009 dapat dibagi menjadi 3 (tiga) periode, yakni periode pertumbuhan cepat (*rapid growth*) dari tahun 2005 sampai dengan tahun 2007, periode penurunan drastis (*crisis*) sepanjang tahun 2008, dan periode pemulihan (*recovery*) sepanjang tahun 2009. Pada periode *rapid growth*, IHSG mengalami kenaikan yang relatif cepat dari 1.162,63 menjadi 2.745,83, yakni dengan rata-rata pertumbuhan sebesar 41,20% per tahun. Sedangkan pada periode krisis, sebagai dampak daripada krisis global, IHSG mengalami penurunan drastis sebesar 50,64% yakni dari 2.745,83 di akhir tahun 2007 menjadi

1.355,41 di akhir tahun 2008. IHSG terendah terjadi pada tanggal 28 Oktober 2008 yaitu sebesar 1.111,39. Sedangkan pada periode *recovery*, IHSG melonjak sebesar 86,98%, yakni dari 1.355,41 pada 30 Desember 2008 menjadi 2.534,36 pada 30 Desember 2009.

Grafik Perkembangan IHSG Tahun 2005-2009



Sumber: Bapenam-LK

Apapun perkembangan efek pasar modal Indonesia tahun 2010 dapat dilihat pada tabel 5.2, sebagai berikut:

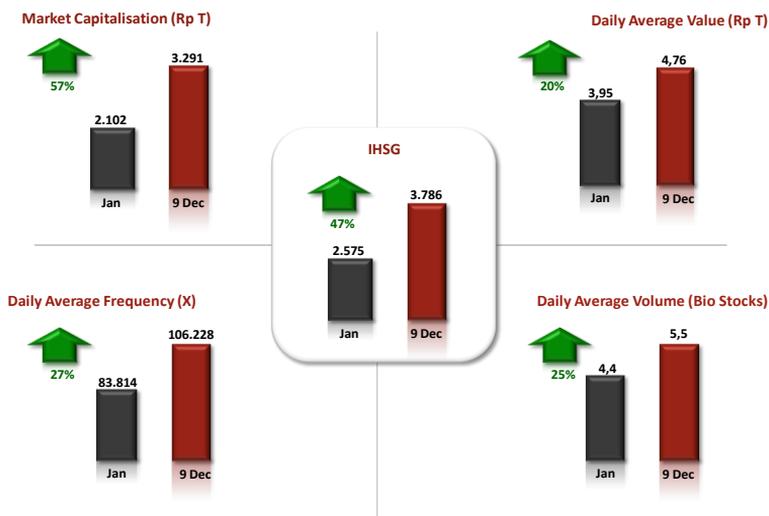
Tabel 5.2 Efek Pasar Modal Indonesia 2010

Efek	Kuantitas
Saham Tercatat	417 saham
Saham Sesuai Syariah	209 saham (50% dari seluruh saham tercatat)
Obligasi	134 emisi 90 penerbit 213 Seri
Sukuk Korporasi	23 emisi 14 penerbit 31 seri

Obligasi Pemerintah	72 Seri
Sukuk Ritel dan SBSN	2 seri sukuk ritel 8 seri SBSN
Exchange Traded Funds (ETFs)	2 ETFs
Kontrak Opsi Saham (KOS)	4 saham <i>underlying</i>
LQ45 Index Futures	1 <i>underlying</i> indeks LQ45
Waran	42 Waran

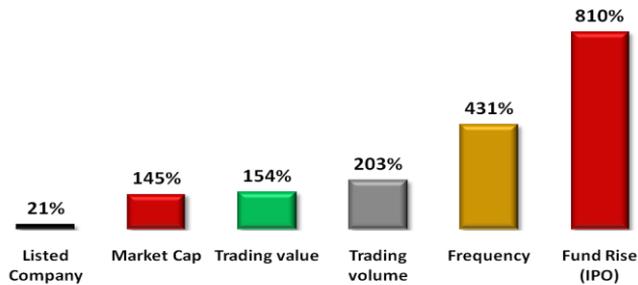
Sumber: Abdalloh, 2010

Kinerja pasar modal Indonesia juga mengalami peningkatan yang signifikan. Perkembangan kinerja tersebut dapat dilihat pada grafik berikut:



Grafik 5.2 Kinerja Perdagangan Saham Tahun 2010

Sumber: Abdalloh, 2010



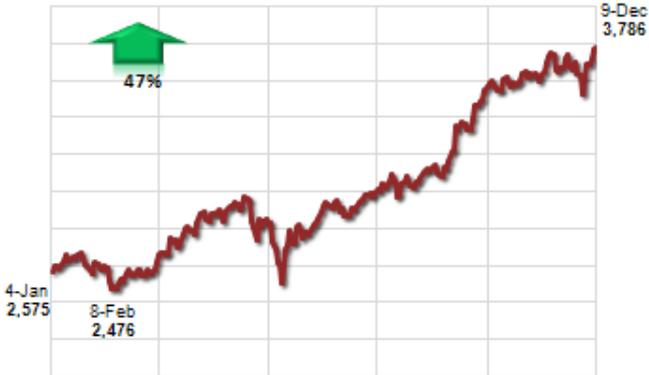
per 30 November 2010

Grafik 5.3 Kinerja Perdagangan Saham Selama 5 Tahun (2006-2010)

Sumber: Abdalloh, 2010

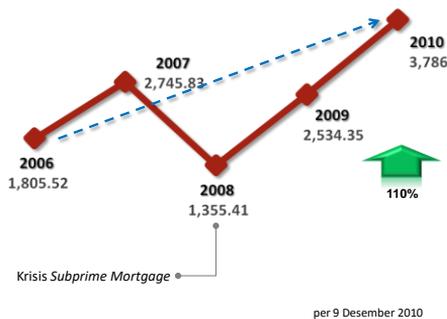
Perkembangan indeks saham pasar modal Indonesia yang merupakan instrumen yang digunakan sebagai indikator dari pergerakan saham yang tercatat di bursa efek yang sekaligus menggambarkan kinerja pasar saham, Indeks saham non sektoral sejumlah 9 indeks saham, yaitu: IHSG, LQ45, JII, MBX, DBX, Kompas100, Sri-Kehati, Bisnis27, PEFINDO25, sedangkan indeks saham sektoral sejumlah 10 indeks saham, yaitu: *Agriculture, Mining, Basic Industry, Miscellaneous Industry, Consumer Goods, Property & Real Estate, Infrastructure, Finance, Trade & Service, Manufacturing*. Perkembangan

Indek Harga Saham Gabungan (IHSG) tahun 2010 sebesar 47% dan selama 5 tahun (2006-2010) sebesar 10% , dapat dilihat pada grafik berikut:



Grafik 5.4 Kinerja IHSG Tahun 2010

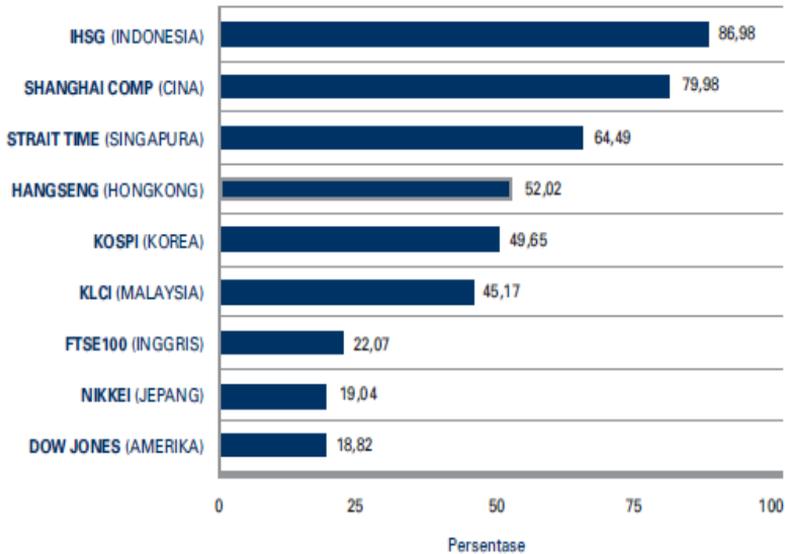
Sumber: Abdalloh, 2010



Grafik 5.5 Kinerja IHSG Selama 5 Tahun (2006-2010)

Sumber: Abdalloh, 2010

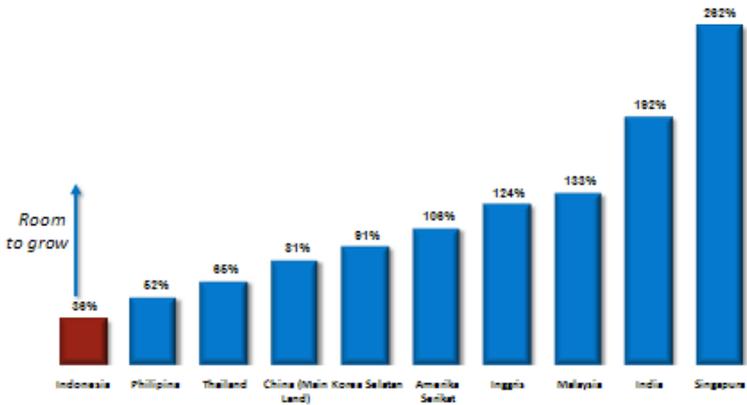
Perbandingan perkembangan IHSG bila dibandingkan dengan indeks harga saham di pasar modal lain di Dunia tahun 2009, terlihat dimana pergerakan IHSG mengalami pergerakan yang paling tinggi sebesar 86,98% adalah sebagai berikut:



Sumber: Bapepam-LK

Grafik 5.6 Perbandingan Perkembangan IHSG dan Indeks Bursa lain di Dunia tahun 2009

Kinerja pasar modal Indonesia jika dilihat dari kapitalisasi pasar terhadap nilai GDP menunjukkan peranan pasar modal Indonesia terhadap perekonomian Indonesia masih rendah (36%) bila dibandingkan dengan negara Asia lainnya. Namun, hal ini menunjukkan potensi pertumbuhan pasar modal Indonesia sangat tinggi.



Source: IMF Data per 2009 (Market cap/GDP)

Grafik 5.7 Kapitalisasi Pasar Modal Terhadap Nilai GDP

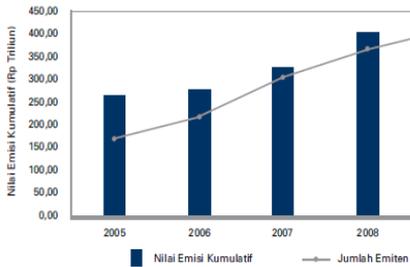
Kepemilikan Efek antara domestik dan asing. Dari tabel di bawah, dapat dilihat bahwa selama 5 (lima) tahun terakhir posisi kepemilikan saham oleh pemodal domestik masih di bawah 40% dari total saham yang tercatat di PT KSEI. Namun demikian, dalam periode tersebut, kepemilikan domestik mengalami kenaikan dari 26,95% di tahun 2005 menjadi 32,90% di tahun 2009. Berdasarkan hal tersebut, dapat disimpulkan bahwa telah terjadi perubahan pola kepemilikan antara asing dan domestik, dimana kepemilikan domestik semakin meningkat perannya.

Tabel 5.3 Komposisi Efek Asing/Lokal

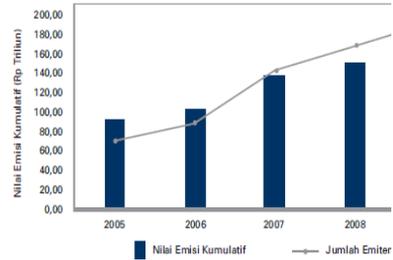
	2005		2006		2007		2008		2009	
	Domestik	Asing								
Saham	26,95	73,05	26,60	73,40	33,65	66,35	32,16	67,84	32,90	67,10
Obligasi										
Perusahaan	94,18	5,82	94,72	5,28	95,42	4,58	96,13	3,87	96,80	3,20
Obligasi										
Pemerintah	92,22	7,78	86,88	13,12	83,64	16,36	83,33	16,67	81,44	18,56

Sumber: PT KSEI dan Bapepam-LK

Secara kumulatif jumlah Emiten yang melakukan emisi saham meningkat dari 425 Emiten pada tahun 2005 menjadi 490 Emiten pada tahun 2009 atau meningkat sebesar 15,29%. Demikian juga nilai emisi saham mengalami peningkatan dari Rp265,73 triliun pada tahun 2005 menjadi Rp419,54 triliun pada tahun 2009 atau naik sebesar 57,88%. Senada dengan saham, secara kumulatif jumlah perusahaan yang melakukan penawaran umum obligasi sampai dengan tahun 2009 mencapai sebanyak 183 Emiten, atau naik 15,09% jika dibandingkan dengan tahun 2005 yang hanya 159 Emiten. Nilai emisi obligasi perusahaan juga mengalami peningkatan, dimana sampai dengan tahun 2009 nilai emisi secara kumulatif tercatat sebesar Rp179,20 triliun atau naik 96,51% dibandingkan dengan nilai emisi secara kumulatif pada tahun 2005 yang sebesar Rp91,19 triliun.



Saham



Obligasi

**Grafik 5.8 Jumlah Emiten dan Emisi Saham dan Obligasi
Tahun 2005-2009**

Sumber: Bapepam-LK

B. Pasar Modal Syariah

1. Fungsi dan Tujuan Pasar Modal Syariah

Pasar modal merupakan salah satu pilar penting dalam perekonomian dunia saat ini. Banyak industri dan perusahaan yang menggunakan institusi pasar modal sebagai media untuk menyerap investasi dan media untuk memperkuat posisi keuangannya. Bahkan, perekonomian modern tidak akan mungkin eksis tanpa adanya pasar modal yang terorganisir dengan baik. Setiap hari terjadi transaksi triliunan rupiah melalui institusi ini. Besarnya potensi pasar modal ini merupakan peluang bagi institusi pasar modal syariah dalam pengembangan industri-industri berbasis syariah di Indonesia.

Menurut Metwally (1995: 177), fungsi dari keberadaan pasar modal syariah, adalah sebagai berikut:

- a. Memungkinkan bagi masyarakat berpartisipasi dalam kegiatan bisnis dengan memperoleh bagian dari keuntungan dan risikonya.
- b. Memungkinkan para pemegang saham menjual sahamnya guna mendapatkan likuiditas.
- c. Memungkinkan perusahaan meningkatkan modal dari luar untuk membangun dan mengembangkan lini produksinya.
- d. Memisahkan operasi kegiatan bisnis dari fluktuasi jangka pendek pada harga saham yang merupakan ciri umum pada pasar modal konvensional.
- e. Memungkinkan investasi pada ekonomi itu ditentukan oleh kinerja kegiatan bisnis sebagaimana tercermin pada harga saham.

2. Karakteristik Struktur Pasar Modal Syariah

Dalam mencapai fungsi dan tujuannya, pasar modal syariah hendaknya memiliki karakteristik struktur khusus yang membedakan dengan pasar modal konvensional. Karakteristik struktur yang diperlukan dalam membentuk pasar modal syariah menurut Metwally (1995: 178) adalah sebagai berikut:

- a. Semua saham harus diperjualbelikan pada bursa efek;
- b. Bursa saham perlu mempersiapkan pasca perdagangan dimana saham dapat diperjualbelikan melalui pialang;
- c. Semua perusahaan yang mempunyai saham yang dapat diperjualbelikan di Bursa efek diminta menyampaikan

informasi tentang perhitungan (*account*) keuntungan dan kerugian serta neraca keuntungan kepada komite manajemen bursa efek, dengan jarak tidak lebih dari 3 bulan;

- d. Komite manajemen menerapkan harga saham tertinggi (HST) tiap-tiap perusahaan dengan interval tidak lebih dari 3 bulan sekali;
- e. Saham tidak boleh diperjual belikan dengan harga lebih tinggi dari HST;
- f. Saham dapat dijual dengan harga dibawah HST;
- g. HST ditetapkan dengan rumus sebagai berikut:

$$HST = \frac{\text{Jumlah kekayaan bersih perusahaan}}{\text{Jumlah saham yang diterbitkan}}$$

3. Landasan Hukum Pasar Modal Syariah

Secara umum hukum-hukum syariat tentang pasar modal, telah dirumuskan berdasarkan Lembaga Pengkajian Fiqih yang menginduk kepada *Rabithah al-Alam al-Islami*. Pada *Lembaga* Pengkajian tersebut telah merinci dan menetapkan hukum masing-masing transaksi itu dalam pertemuan ketujuh mereka yang diadakan pada tahun 1404 H, di Mekkah al-Mukharramah. Sehubungan dengan persoalan ini, majelis telah memberikan keputusan sebagai berikut: (dalam Ash-Sahwi, Shahlah dan al-Mushlih, Abdullah, 2008: 296-298)

Pertama, pasar modal (pasar bursa) itu target utamanya adalah menciptakan pasar tetap dan simultan di

mana mekanisme pasar yang terjadi serta para pedagang dan pembeli dapat saling bertemu melakukan transaksi jual beli. Hal ini merupakan sesuatu yang baik dan bermanfaat, serta dapat mencegah para pengusaha yang mencuri kesempatan dari orang-orang yang lengah atau lugu, yang ingin melakukan jual beli tetapi tidak mengetahui harga sesungguhnya, bahkan tidak mengetahui siapa yang mau membeli atau menjual sesuatu kepada mereka.

Akan tetapi kemaslahatan yang jelas ini dalam dunia pasar *modal* tersebut terselimuti oleh berbagai macam transaksi yang amat berbahaya menurut syariah, seperti perjudian, pemanfaatan ketidaktahuan orang, serta memakan uang orang dengan cara haram. Oleh sebab itu, tidak mungkin ditetapkan hukum umum untuk pasar modal dalam skala besarnya. Namun yang harus dijelaskan adalah segala jenis transaksi jual-beli yang terdapat di dalamnya satu persatu secara terpisah.

Kedua, transaksi langsung terhadap barang yang ada dalam kepemilikan penjual untuk diserahterimakan bila disyaratkan harus ada serah terima langsung pada saat transaksi, adalah transaksi yang dibolehkan, selama transaksi itu bukan terhadap barang haram menurut syariah pula. Namun, kalau barangnya tidak dalam kepemilikan penjual, harus dipenuhi syarat-syarat jual

beli *as-Salam*. Setelah itu baru pembeli boleh menjual barang tersebut meskipun belum diterimanya.

Ketiga, sesungguhnya transaksi langsung terhadap saham-saham perusahaan dan badan usaha kalau saham-saham itu memang berada dalam kepemilikan penjual boleh-boleh saja menurut syariah, selama perusahaan atau badan usaha tersebut dasar usahanya tidak haram, seperti bank konvensional yang mengandung riba, perusahaan minuman keras dan sejenisnya. Bila demikian, transaksi jual beli saham tersebut menjadi haram.

Keempat, transaksi langsung maupun berjangka terhadap kuitansi dengan sistem *bunga* yang berbagai macam bentuknya tidaklah diperbolehkan menurut syariah, karena semua itu adalah aktivitas jual beli yang didasarkan oleh riba yang diharamkan.

Kelima, transaksi berjangka dalam segala bentuknya terhadap barang gelap, yaitu saham-saham dan barang-barang yang tidak berada dalam kepemilikan penjual dengan cara yang berlaku dalam pasar modal tidaklah diperbolehkan menurut syariah, karena termasuk menjual barang yang tidak dimiliki, dengan dasar bahwa ia baru akan membelinya dan menyerahkannya di kemudian hari pada saat melakukan transaksi. Cara ini dilarang oleh syariah berdasarkan hadits shahih dari Rasulullah Saw. bahwa beliau bersabda, “*Janganlah engkau menjual sesuatu yang tidak engkau miliki.*”

Demikian juga diriwayatkan oleh Ahmad dan Abu Dawud dengan sanad yang shahih dari Zaid bin Tsabit ra., “*Bahwa Nabi Saw. melarang menjual barang di mana barang itu dibeli, sehingga para saudagar itu mengangkutnya ke tempat-tempat mereka.*”

Keenam, transaksi berjangka dalam pasar modal bukanlah *jual-beli as-Salam* yang diperbolehkan dalam syariat Islam, karena keduanya berbeda dalam dua hal:

- a. Dalam pasar saham harga barang tidak dibayar langsung saat transaksi, namun ditangguhkan pembayarannya sampai penutupan pasar modal. Sementara jual beli *as-Salam* harga barang dibayar terlebih dahulu dalam transaksi;
- b. Dalam pasar modal barang transaksi dijual beberapa kali penjualan saat dalam kepemilikan penjual pertama. Tujuannya tidak lain hanyalah tetap memegang barang itu atau menjualnya dengan harga maksimal kepada para pembeli dan pedagang lain bukan secara sungguhan, akan tetapi secara spekulatif dengan mempertimbangkan untung ruginya, persis seperti perjudian. Padahal dalam jual beli *as-Salam* tidak boleh menjual barang sebelum diterima.

Berdasarkan penjelasan tersebut, Lembaga Pengkajian Fiqih Islam *berpandangan* bahwa para pemerintah di berbagai Negara Islam berkewajiban untuk tidak membiarkan bursa-bursa tersebut melakukan

aktivitas mereka sesuka hati dengan membuat transaksi dan jual beli di negara-negara mereka, baik hukumnya mubah maupun haram. Mereka hendaknya tidak memberi peluang orang-orang yang memperlmainkan harga, sehingga mengiring kepada bencana finansial dan merusak perekonomian secara umum, dan pada akhirnya menimbulkan malapetaka bagi kebanyakan orang. Karena kebaikan yang sesungguhnya adalah berpegang pada ajaran syariat Islam pada segala sesuatu. Allah Swt. berfirman dalam QS. Al An'am: 153;

“dan bahwa (yang Kami perintahkan ini) adalah jalanKu yang lurus, Maka ikutilah Dia, dan janganlah kamu mengikuti jalan-jalan (yang lain), karena jalan-jalan itu mencerai beraikan kamu dari jalanNya. yang demikian itu diperintahkan Allah agar kamu bertakwa.”

Landasan hukum pasar modal syariah di Indonesia terbagi dalam tiga panduan, yang ketiganya juga memiliki hubungan satu sama lain dalam merumuskan berbagai ketentuan atau pedoman pelaksanaan *operasional* pasar modal syariah. Sebagai acuannya untuk di Indonesia adalah Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), Ketentuan Perundangan Pasar Modal yang diterbitkan oleh Badan Pelaksana Pasar Modal (Bapepam), dan acuan standar internasional berupa *Sharia Standarts* yang diterbitkan oleh *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution*

(AAOIFI), standar tatakelola Islamic Financial Services Board (IFSB), prinsip-prinsip IOSCO, dan prinsip-prinsip IFRS.

Beberapa Fatwa DSN-MUI mengenai Pasar Modal Syariah, yaitu:

- a. Nomor: 20/DSN-MUI/IV/2001 Tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksadana Syariah
- b. Nomor: 32/DSN-MUI/IX/2002 Tentang Obligasi Syariah
- c. Nomor: 33/DSN-MUI/IX/2002 Tentang Obligasi Syariah Mudharabah
- d. Nomor: 40/DSN-MUI/X/2003 Tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal
- e. Nomor: 41/DSN-MUI/III/2004 Tentang Obligasi Syariah Ijarah
- f. Nomor: 80/DSN-MUI/ III/ 2011 Tentang Penerapan Prinsip Syariah Dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Equitas Di Pasar Reguler Bursa Efek

Berdasarkan Fatwa DSN-MUI No. 40/DSN-MUI/X/2003 Tentang Pasar *Modal* dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal, transaksi efek yang dilarang, yaitu:

- a. *Najsy* yaitu melakukan penawaran palsu.
- b. *Ba'i al-ma'dum* yaitu melakukan penjualan efek yang belum dimiliki (*short selling*).

- c. *Insider Trading* yaitu memakai informasi orang dalam untuk memperoleh keuntungan atas transaksi yang dilarang.
- d. Menimbulkan informasi yang menyesatkan.
- e. *Margin Trading* yaitu melakukan transaksi atas efek dengan fasilitas pinjaman berbasis bunga atas kewajiban penyelesaian pembelian efek tersebut.
- f. *Ihtikhar* yaitu melakukan pembelian dan atau pengumpulan suatu efek untuk menyebabkan perubahan harga efek dengan tujuan mempengaruhi pihak lain.
- g. Transaksi-transaksi lain yang mengundang unsur *dharar, gharar, riba, maisir, risywah*, maksiat dan kezhaliman.

Kemudian hal tersebut kemudian dilengkapi oleh Fatwa DSN-MUI No. 80/DSN-MUI/X/2011 Tentang Penerapan Prinsip Syariah Dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Equitas di Pasar Reguler Bursa Efek: Pelaksanaan Perdagangan Efek harus dilakukan menurut prinsip kehati-hatian serta tidak diperbolehkan melakukan spekulasi, manipulasi, dan tindakan lain yang di dalamnya mengandung unsur *dharar, gharar, riba, maisir, risywah*, maksiat dan kezhaliman, *taghrir, ghisysy, tanajusy/najsy, ihtikar, bai' al-ma'dum, talaqqi al-rukban, ghabn*, *riba* dan *tadlis*. Tindakan-tindakan tersebut antara lain meliputi:

- a. Tindakan-tindakan yang termasuk dalam kategori *Tadlis* antara lain:
- 1) *Front Running* yaitu tindakan Anggota Bursa Efek yang melakukan transaksi lebih dahulu atas suatu Efek tertentu, atas dasar adanya informasi bahwa nasabahnya akan melakukan transaksi dalam volume besar atas Efek tersebut yang diperkirakan mempengaruhi harga pasar, tujuannya untuk meraih keuntungan atau mengurangi kerugian.
 - 2) *Misleading information* (Informasi Menyesatkan), yaitu membuat pernyataan atau memberikan keterangan yang secara material tidak benar atau menyesatkan sehingga mempengaruhi harga Efek di Bursa Efek.
- b. Tindakan-tindakan yang termasuk dalam kategori *Taghrir* antara lain:
- 1) *Wash sale* (Perdagangan semu yang tidak mengubah kepemilikan) yaitu transaksi yang terjadi antara pihak pembeli dan penjual yang tidak menimbulkan perubahan kepemilikan dan/atau manfaatnya (*beneficiary of ownership*) atas transaksi saham tersebut. Tujuannya untuk membentuk harga naik, turun atau tetap dengan memberi kesan seolah-olah harga terbentuk melalui transaksi yang berkesan wajar. Selain itu

juga untuk memberi kesan bahwa Efek tersebut aktif diperdagangkan.

2) *Pre-arrange trade* yaitu transaksi yang terjadi melalui pemasangan order beli dan jual pada rentang waktu yang hampir bersamaan yang terjadi karena adanya perjanjian pembeli dan penjual sebelumnya. Tujuannya untuk membentuk harga (naik, turun atau tetap) atau kepentingan lainnya baik di dalam maupun di luar bursa.

c. Tindakan-tindakan yang termasuk dalam kategori *Najsy* antara lain:

1) *Pump and Dump*, yaitu aktivitas transaksi suatu Efek diawali oleh pergerakan harga uptrend, yang disebabkan oleh serangkaian transaksi inisiator beli yang membentuk harga naik hingga mencapai level harga tertinggi. Setelah harga mencapai level tertinggi, pihak-pihak yang berkepentingan terhadap kenaikan harga yang telah terjadi, melakukan serangkaian transaksi inisiator jual dengan volume yang signifikan dan dapat mendorong penurunan harga. Tujuannya adalah menciptakan kesempatan untuk menjual dengan harga tinggi agar memperoleh keuntungan.

2) *Hype and Dump*, yaitu aktivitas transaksi suatu Efek yang diawali oleh pergerakan harga uptrend yang disertai dengan adanya informasi positif yang

tidak benar, dilebih-lebihkan, misleading dan juga disebabkan oleh serangkaian transaksi inisiator beli yang membentuk harga naik hingga mencapai level harga tertinggi. Setelah harga mencapai level tertinggi, pihak-pihak yang berkepentingan terhadap kenaikan harga yang telah terjadi, melakukan serangkaian transaksi inisiator jual dengan volume yang signifikan dan dapat mendorong penurunan harga. Pola transaksi tersebut mirip dengan pola transaksi pump and dump, yang tujuannya menciptakan kesempatan untuk menjual dengan harga tinggi agar memperoleh keuntungan.

- 3) *Creating fake demand/supply* (Permintaan/Penawaran Palsu), yaitu adanya 1 (satu) atau lebih pihak tertentu melakukan pemasangan order beli/jual pada level harga terbaik, tetapi jika order beli/jual yang dipasang sudah mencapai best price maka order tersebut di-delete atau diamend (baik dalam jumlahnya dan/atau diturunkan level harganya) secara berulang kali. Tujuannya untuk memberi kesan kepada pasar seolah-olah terdapat demand/supply yang tinggi sehingga pasar terpengaruh untuk membeli/menjual.

d. Tindakan-tindakan yang termasuk dalam kategori Ikhtikar antara lain:

- 1) *Pooling interest*, yaitu aktivitas transaksi atas suatu Efek yang terkesan liquid, baik disertai dengan pergerakan harga maupun tidak, pada suatu periode tertentu dan hanya diramalkan sekelompok Anggota Bursa Efek tertentu (dalam pembelian maupun penjualan). Selain itu volume transaksi setiap harinya dalam periode tersebut selalu dalam jumlah yang hampir sama dan/atau dalam kurun periode tertentu aktivitas transaksinya tiba-tiba melonjak secara drastis. Tujuannya menciptakan kesempatan untuk dapat menjual atau mengumpulkan saham atau menjadikan aktivitas saham tertentu dapat dijadikan benchmark.
- 2) *Cornering*, yaitu pola transaksi ini terjadi pada saham dengan kepemilikan publik yang sangat terbatas. Terdapat upaya dari pemegang saham mayoritas untuk menciptakan *supply* semu yang menyebabkan harga menurun pada pagi hari dan menyebabkan investor publik melakukan *short selling*. Kemudian ada upaya pembelian yang dilakukan pemegang saham mayoritas hingga menyebabkan harga meningkat pada sesi sore hari yang menyebabkan pelaku short sell mengalami

gagal serah atau mengalami kerugian karena harus melakukan pembelian di harga yang lebih mahal.

e. Tindakan-tindakan yang termasuk dalam kategori *Ghisysy* antara lain:

1) *Marking at the close* (pembentukan harga penutupan), yaitu penempatan order jual atau beli yang dilakukan di akhir hari perdagangan yang bertujuan menciptakan harga penutupan sesuai dengan yang diinginkan, baik menyebabkan harga ditutup meningkat, menurun ataupun tetap dibandingkan harga penutupan sebelumnya.

2) *Alternate trade*, yaitu transaksi dari sekelompok Anggota Bursa tertentu dengan peran sebagai pembeli dan penjual secara bergantian serta dilakukan dengan volume yang berkesan wajar. Adapun harga yang diakibatkannya dapat tetap, naik atau turun. Tujuannya untuk memberi kesan bahwa suatu efek aktif diperdagangkan.

f. Tindakan yang termasuk dalam kategori *Ghabn Fahisy*, antara lain: *Insider Trading* (Perdagangan Orang Dalam), yaitu kegiatan ilegal di lingkungan pasar finansial untuk mencari keuntungan yang biasanya dilakukan dengan cara memanfaatkan informasi internal, misalnya rencana-rencana atau keputusan-keputusan perusahaan yang belum dipublikasikan.

- g. Tindakan yang termasuk dalam kategori *Bai' al-ma'dum*, antara lain: *Short Selling (bai' al-maksyuf/jual kosong)*, yaitu suatu cara yang digunakan dalam penjualan saham yang belum dimiliki dengan harga tinggi dengan harapan akan membeli kembali pada saat harga turun.
- h. Tindakan yang termasuk dalam kategori riba, antara lain: *Margin Trading* (Transaksi dengan Pembiayaan), yaitu melakukan transaksi atas Efek dengan fasilitas pinjaman berbasis bunga (riba) atas kewajiban penyelesaian pembelian Efek.

Kemudian dalam Fatwa DSN-MUI No. 80 tersebut juga dijelaskan dengan tegas hal-hal sebagai berikut:

- a. Perdagangan Efek di pasar reguler bursa efek menggunakan akad jual beli (*bai'*)
- b. Efek yang ditransaksikan adalah efek yang bersifat ekuitas yang sesuai dengan syariah (terdapat dalam Daftar Efek Syariah)
- c. Pembeli boleh menjual efek setelah transaksi terjadi, meskipun *settlementnya* di kemudian hari (T+3) berdasarkan prinsip *qabdh hukmi*
- d. Mekanisme tawar menawar berkesinambungan menggunakan akad *bai' al-musawamah*
- e. SRO dapat mengenakan biaya (*ujrah*) untuk setiap jasa yang diberikan dalam menyelenggarakan perdagangan efek bersifat ekuitas

- f. Tidak melakukan tindakan yang tidak sesuai dengan prinsip syariah (sebagaimana yang uraiannya telah dijelaskan sebelumnya, ada sekitar 14 transaksi terlarang), sebagai berikut:
- 1) *Tadlis*: tindakan menyembunyikan informasi oleh pihak penjual dengan tujuan untuk mengelabui pihak pembeli
 - 2) *Taghrir*: upaya mempengaruhi orang lain, baik dengan ucapan maupun tindakan yang mengandung kebohongan agar orang lain terdorong untuk melakukan transaksi.
 - 3) *Najsy*: upaya menawar barang dengan harga yang lebih tinggi oleh pihak yang tidak bermaksud membelinya, untuk menimbulkan kesan banyak pihak yang berminat membelinya (penawaran palsu)
 - 4) *Ikhtikar*: upaya membeli suatu barang yang sangat diperlukan masyarakat pada saat harga mahal dan menimbunnya dengan tujuan untuk menjual kembali pada saat harga lebih mahal
 - 5) *Ghisysy*: salah satu bentuk *tadlis*, yaitu penjual menjelaskan/memaparkan keunggulan/keistimewaan barang yang dijual tetapi menyembunyikan kecacatannya
 - 6) *Ghabn Fahisy*: *ghabn* (ketidakseimbangan antara dua barang yang dipertukarkan dalam suatu akad)

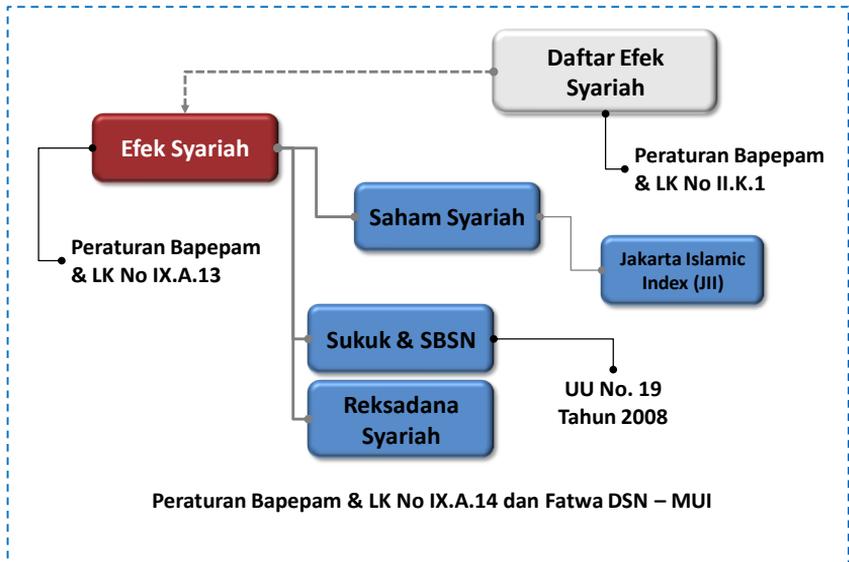
tingkat berat, seperti jual beli atas barang dengan harga jauh di bawah harga pasar

- 7) *Bai' Al Ma'dum*: jual beli yang objeknya (mabi') tidak ada pada saat akad
- 8) *Bai' Al Makhsyuf*: jual beli secara tunai atas efek padahal penjual tidak memiliki efeknya

Hingga saat Bapepam–LK telah menerbitkan 3 (tiga) peraturan terkait dengan penerapan prinsip syariah di pasar modal, yaitu:

- a. Peraturan Nomor IX.A.13 Tentang Penerbitan Efek Syariah.
- b. Peraturan Nomor IX.A.14 Tentang Akad-akad yang digunakan dalam Penerbitan Efek Syariah.
- c. Peraturan Nomor II.K.1 Tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah.

Sebagai tindak lanjut dari peraturan tersebut, Bapepam-LK bersama *SRO's* dan DSN-MUI melakukan penyusunan Daftar Efek Syariah (DES).



Gambar 5.2 Akad-Akad Transaksi dalam Pasar Modal Syariah Berdasarkan Peraturan Bapepam-LK

Sumber: Abdalloh, 2010

Berdasarkan Peraturan Bapepam-LK nomor IX. A. 14 akad-akad yang digunakan dalam penerbitan efek syariah adalah sebagai berikut:

a. Akad *Ijarah*

Ijarah adalah perjanjian (*akad*) dimana Pihak yang memiliki barang atau jasa (pemberi sewa atau pemberi jasa) berjanji kepada penyewa atau pengguna jasa untuk menyerahkan hak penggunaan atau pemanfaatan atas suatu barang dan atau

memberikan jasa yang dimiliki pemberi sewa atau pemberi jasa dalam waktu tertentu dengan pembayaran sewa dan atau upah (*ujrah*), tanpa diikuti dengan beralihnya hak atas kepemilikan barang yang menjadi obyek Ijarah.

b. Akad *Kafalah*

Kafalah adalah perjanjian (*akad*) dimana Pihak penjamin (*kafiiil/guarantor*) berjanji memberikan jaminan kepada Pihak yang dijamin (*makfuul 'anhu/ashil/debitur*) untuk memenuhi kewajiban Pihak yang dijamin kepada Pihak lain (*makfuul lahu/kreditur*).

c. Akad *Mudharabah*

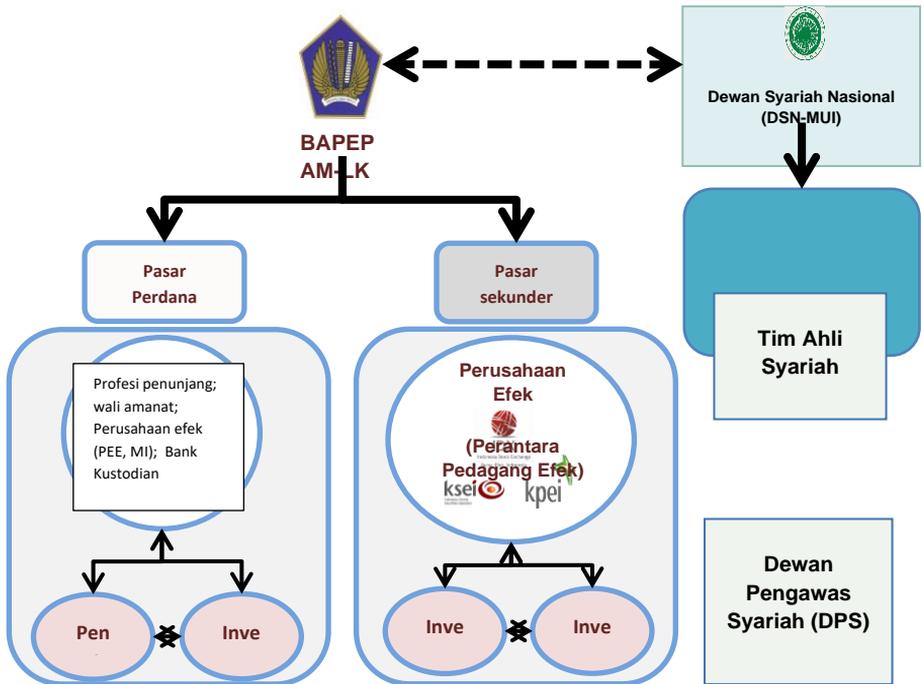
Mudharabah (*qiradh*) adalah perjanjian (*akad*) dimana Pihak yang menyediakan dana (*Shahib al-mal*) berjanji kepada pengelola usaha (*mudharib*) untuk menyerahkan modal dan pengelola (*mudharib*) berjanji untuk mengelola modal tersebut

d. Akad *Wakalah*

Wakalah adalah perjanjian (*akad*) dimana Pihak yang memberi kuasa (*muwakkil*) memberikan kuasa kepada Pihak yang menerima kuasa (*wakil*) untuk melakukan tindakan atau perbuatan tertentu.

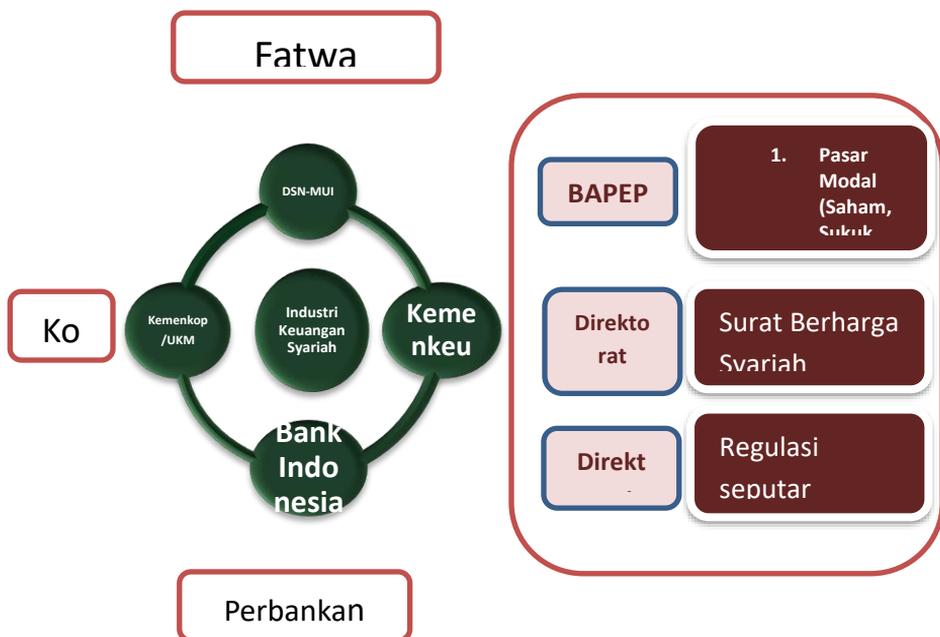
Dalam pengaturan dan pengawasan pasar modal syariah di Indonesia peran dan fungsi Bapepam-LK dan DSN-MUI dapat dilihat pada gambar 5.3, serta regulator

industri keuangan secara umum dapat dilihat pada gambar 5.4, sebagai berikut:



Gambar 5.3 Pengaturan dan Pengawasan Pasar Modal Syariah

Sumber: Tauriq (2010)



Gambar 5.4 Regulator Industri Keuangan Syariah

Sumber: Tauriq (2010)

4. Kriteria Efek di Pasar Modal Syariah di Indonesia

Di Indonesia, secara umum syarat suatu efek yang dikeluarkan oleh perusahaan dapat dikatakan sesuai dengan syariah berdasarkan Fatwa DSN-MUI No. 40/DSN-MUI/IV/2001, adalah sebagai berikut :

- a. Jenis usaha, produk barang, jasa yang diberikan dan akad serta cara pengelolaan perusahaan publik yang menerbitkan efek syariah tidak boleh bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah.

- b. Jenis kegiatan usaha yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah sebagaimana dimaksud di atas, antara lain:
- 1) Perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang;
 - 2) Lembaga keuangan konvensional (ribawi), termasuk perbankan dan asuransi konvensional;
 - 3) Produsen, distributor, serta pedagang makanan dan minuman yang haram; dan
 - 4) Produsen, distributor, dan/atau penyedia barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat; dan
 - 5) Melakukan investasi pada Emiten (perusahaan) yang pada saat transaksi tingkat (nisbah) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan ribawi lebih dominan dari modalnya.
- c. Emiten atau Perusahaan Publik yang menerbitkan efek syariah wajib untuk menandatangani dan memenuhi ketentuan akad yang sesuai dengan syariah atas saham syariah yang dikeluarkan.
- d. Emiten atau Perusahaan Publik yang menerbitkan efek syariah wajib menjamin bahwa kegiatan usahanya memenuhi prinsip-prinsip syariah dan memiliki *Shariah Compliance Officer*.
- e. Dalam hal emiten atau perusahaan publik yang menerbitkan efek syariah sewaktu-waktu tidak

memenuhi prinsip di atas, maka efek yang diterbitkan dengan sendirinya sudah bukan sebagai efek syariah.

Kemudian fatwa tersebut diperkuat dalam peraturan Bapepam-LK Nomor IX.A.13, yang menyatakan bahwa kriteria atau ketentuan umum efek syariah adalah sebagai berikut:

- a. Kegiatan usaha yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah antara lain:
 - 1) Perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang;
 - 2) Menyelenggarakan jasa keuangan yang menerapkan konsep ribawi, jual beli resiko yang mengandung unsur *gharar* dan atau *maisir*;
 - 3) Menproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, dan atau menyediakan:
 - Barang dan atau jasa yang haram karena zatnya (*haram li-dzatih*);
 - Barang dan atau jasa yang haram bukan karena zatnya (*haram lighairih*) yang ditetapkan oleh DSN-MUI; dan atau
 - Barang yang merusak moral dan bersifat mudarat.
 - 4) Melakukan investasi pada perusahaan yang pada saat transaksi tingkat (nisbah) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan ribawi lebih dominan

dari modalnya, kecuali investasi tersebut dinyatakan kesyariahannya oleh DSN-MUI.

- b. Penerbitan efek syariah wajib dilakukan berdasarkan akad syariah.
- c. Setiap pihak yang melakukan penerbitan efek syariah wajib memenuhi prinsip-prinsip syariah di pasar modal yang terkait dengan dengan efek syariah yang ditawarkan, peraturan ini dan peraturan perundang-undangan di pasar modal.
- d. Setiap pihak yang menerbitkan efek syariah wajib memenuhi kepatuhan terhadap prinsip-prinsip syariah di pasar modal yang terkait dengan efek syariah yang diterbitkan.
- e. Efek syariah yang diterbitkan tidak lagi memenuhi prinsip-prinsip syariah di pasar modal apabila kegiatan usaha, cara pengelolaan, kekayaan reksa dana, dan atau kekayaan kontrak investasi kolektif efek beragun aset dari pihak yang menerbitkan efek tersebut tidak lagi memenuhi prinsip-prinsip syariah di pasar modal yang terkait dengan efek syariah yang diterbitkan.
- f. Pihak yang menerbitkan efek syariah dan menyatakan bahwa kegiatan usaha serta cara pengelolaannya berdasarkan prinsip-prinsip syariah di pasar modal wajib menyatakan bahwa:
 - 1) Kegiatan usaha serta cara pengelolaan usaha pihak yang melakukan penawaran umum dilakukan

berdasarkan prinsip-prinsip syariah di pasar modal sebagaimana tertuang dalam anggaran dasar perseroan atau kontrak investasi kolektif (KIK);

- 2) Jenis usaha, produk barang, jasa yang diterbitkan, aset yang dikelola, akad, dan cara pengelolaan perusahaan pihak yang melakukan penawaran umum tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal; dan
- 3) Memiliki anggota direksi, anggota komisaris, wakil manajer investasi, dan penanggung jawab atas pelaksanaan kegiatan kustodian pada bank kustodian yang mengerti kegiatan-kegiatan yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal.

Dalam peraturan Bapepam-LK II.K1, juga ditambahkan sebagaimana peraturan sebelumnya di atas terkait dengan kriteria efek syariah, adalah sebagai berikut:

- a. Tidak melakukan kegiatan usaha sebagaimana ketentuan umum huruf a Peraturan Nomor IX.A.13 di atas;
- b. Tidak melakukan perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang dan atau jasa;
- c. Tidak melakukan perdagangan dengan penawaran atau permintaan palsu; dan
- d. Tidak melebihi rasio-rasio keuangan sebagai berikut:

- 1) Total hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82 % (hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 45% : 55%); dan
- 2) Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan (*revenue*) tidak lebih dari 10%.

5. Sejarah dan Perkembangan Pasar Modal Syariah di Indonesia

Secara formal, peluncuran pasar modal dengan prinsip-prinsip syariah Islam dilakukan pada tanggal 14-15 Maret 2003. Pada kesempatan itu ditandatangani Nota Kesepahaman (*Memorandum of Understanding*) antara Bapepam-LK dan Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), yang dilanjutkan dengan Nota Kesepahaman antara DSN-MUI dengan *Self Regulatory Organization* (SRO's). Namun demikian, instrumen pasar modal berbasis syariah telah diperkenalkan terlebih dahulu melalui penerbitan reksa dana syariah dengan nama Danareksa Syariah oleh PT. Danareksa Investment Management pada tanggal 3 Juli 1997. Instrumen berbasis syariah dibentuk dengan tujuan memberikan sarana dan alternatif investasi yang berbasis syariah. (Bapepam-LK, 2005: 23)

Secara khusus DSN-MUI telah menetapkan dalam fatwanya tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksa Dana Syariah dan jenis emiten yang sahamnya tidak diperkenankan sebagai portofolio pada reksa dana syariah. Sampai dengan saat ini, Bapepam-LK telah memberikan pernyataan efektif kepada 13 reksa dana syariah. Namun demikian, dari 13 reksa dana ini 2 diantaranya telah bubar. Berdasarkan data sampai dengan tanggal 30 Juni 2005, total nilai aktiva bersih reksa dana syariah adalah Rp. 977,4 miliar. (Bapepam-LK, 2005: 23)

Selanjutnya, sebagai acuan dalam menilai perkembangan harga saham berbasis syariah, tepat tiga tahun setelah reksa dana syariah pertama tersebut dikeluarkan, atau pada tanggal 3 Juli 2000, BEJ bekerjasama dengan PT. Danareksa Investment meluncurkan *Jakarta Islamic Index (JII)*. JII yang merupakan indeks harga saham yang berbasis syariah terdiri dari 30 saham emiten yang dianggap telah memenuhi prinsip-prinsip syariah. Tujuan pembentukan JII adalah untuk meningkatkan kepercayaan investor untuk melakukan investasi pada saham berbasis syariah dan memberikan manfaat bagi pemodal dalam menjalankan syariah Islam untuk melakukan investasi di bursa efek. JII juga diharapkan dapat mendukung proses transparansi dan akuntabilitas saham berbasis syariah di Indonesia. JII menjadi jawaban atas keinginan investor

yang ingin berinvestasi sesuai syariah. Dengan kata lain, JII menjadi pemandu bagi investor yang ingin menanamkan dananya secara syariah tanpa takut tercampur dengan dana ribawi. Selain itu, JII menjadi tolak ukur kinerja (*benchmark*) dalam memilih portofolio saham yang halal.

Lebih lanjut, pada awal September 2002, obligasi syariah pertama di Indonesia diterbitkan oleh PT. Indosat Tbk. dengan menggunakan akan *mudharabah*. Tahun, 2004 pengembangan instrument pasar modal syariah terus berlanjut dengan diterbitkannya obligasi syariah berbasis akad *ijarah* pertama oleh PT. Matahari Putra Prima Tbk.

Maraknya penerbitan efek syariah sejak saat itu memacu Bapepam-LK sebagai otoritas yang menangani pasar modal syariah di Indonesia menerbitkan Daftar Efek Syariah (DES) pertama kali tanggal 12 September 2007. Jumlah efek yang ada dalam daftar ini jauh lebih banyak dari yang terdaftar JII. Hal ini karena DES mencakup semua efek syariah (termasuk saham syariah, sementara JII adalah indeks saham syariah. Penyarianan efek yang dilakukan oleh Bapepam-LK pada tanggal 12 September 2007 menyatakan 169 efek, baik yang diperdagangkan maupun tidak diperdagangkan di BEI sebagai efek yang tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah (lihat DES). Tidak hanya itu, pengembangan pasar modal syariah di Indonesia menjadi semakin sistematis dan

terarah sejak komitmen pemerintah terhadap segmen industri keuangan syariah ini dimaktubkan dalam *Master Plan Pasar Modal Syariah 2005-2009* kemudian dilanjutkan dalam *Master Plan Pasar Modal Syariah 2010-2014*. Lebih lanjut, pondasi hukum yang lebih kuat atas pasar modal syariah didukung dengan dikeluarkannya 3 peraturan oleh Bapepam-LK (Peraturan Nomor IX.A.13, Peraturan Nomor IX.A.14, dan Peraturan Nomor II.K.1), serta disahkannya UU No. 19 Tahun 2008 Tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) oleh DPR-RI.

Kemudian pada tahun 2011 BEI meluncurkan Fatwa No. 80 tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Regular Bursa Efek yang telah disahkan oleh Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN MUI) pada 8 Maret 2011. Dengan pengesahan fatwa tersebut maka penyelenggaraan perdagangan efek di BEI telah memiliki dasar atau hukum fiqih yang kuat bahwa mekanisme lelang berkelanjutan (*continuous auction*) yang digunakan BEI dalam transaksi efek bersifat ekuitas di pasar regular telah sesuai dengan prinsip syariah. Selain itu, juga diselenggarakan acara Peluncuran Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) atau Indonesia Sharia Stock Index (ISSI) yang dimaksudkan untuk menjadi acuan bagi investor untuk berinvestasi di saham. Dengan peluncuran

ini diharapkan dapat menjadi indikator utama yang bisa menggambarkan kinerja seluruh saham syariah yang tercatat di BEI dan membantu menghilangkan kesalahpahaman masyarakat yang menganggap bahwa saham syariah hanya terdiri dari 30 saham yang masuk dalam Jakarta Islamic Index (JII).

Tabel 5.4 Beberapa Kejadian Penting dalam Pengembangan Pasar Modal Syariah di Indonesia

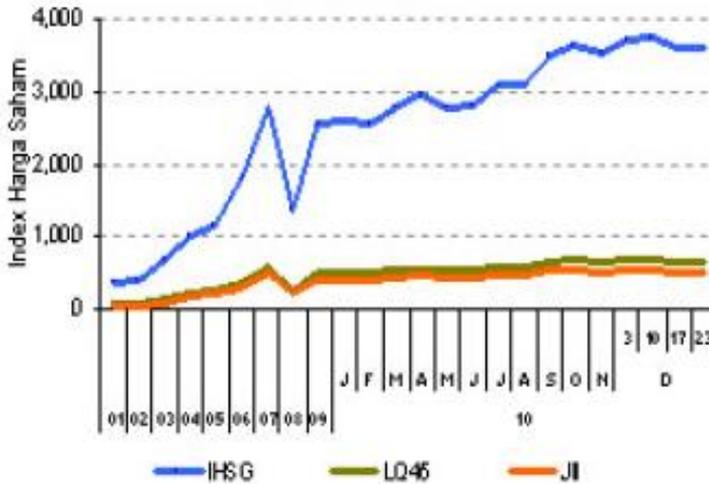
Tahun	Kejadian
2000	JII (<i>Jakarta Islamic Index</i>)
2001	Fatwa No. 20: Investasi di Reksadana Syariah
2002	Fatwa No. 32 dan 33: Obligasi Syariah (<i>Mudharabah</i>)
2003	<ul style="list-style-type: none"> • Fatwa No. 40: Pasar Modal Syariah • MoU antara Bapepam & LK dan DSN-MUI
2004	Fatwa No. 41: Obligasi Syariah Ijarah
2006	<ul style="list-style-type: none"> • Peraturan Bapepam & LK No. IX.A.13: Penerbitan Efek Syariah • Peraturan Bapepam & LK No. IX.A.14: Akad-akad yang digunakan dalam penerbitan efek syariah di pasar modal
2007	<ul style="list-style-type: none"> • Fatwa No. 59: Obligasi Mudharabah Konversi

	<ul style="list-style-type: none"> • Peraturan Bapepam & LK No. II.K.1: Kriteria dan Penerbitan DES
2008	<ul style="list-style-type: none"> • Fatwa No. 65: HMETD Syariah • Fatwa No. 66: Waran Syariah • Fatwa No. 69 dan 70: SBSN • Fatwa No. 71: <i>Sale and Lease back</i> • Fatwa No. 72: SBSN Ijarah – <i>Sale and Lease Back</i> • UU No. 19 Tahun 2008: SBSN
2011	<ul style="list-style-type: none"> • Fatwa No. 80: Penerapan Prinsip Syariah Dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Equitas Di Pasar Reguler Bursa Efek • ISSI (Indek Saham Syariah Indonesia)

Perkembangan pasar modal syariah dapat dibuktikan dengan nilai dari nilai kapitalisasi pasar yang terus berkembang. Data pada akhir Juni 2005 tercatat nilai kapitalisasi pasar sebesar Rp. 325,90 triliun atau 43% dari total nilai kapitalisasi pasar di BEJ. Sementara itu, volume perdagangan saham JII sebesar 348,9 juta lembar saham atau 39% dari total volume perdagangan saham dan nilai perdagangan saham JII sebesar Rp. 322,3 miliar atau 42% dari total nilai perdagangan saham. Pada tahun 2002 diluncurkan produk syariah berbentuk obligasi dan

produk ini berkembang cukup pesat. Hingga 30 Juni 2005 terdapat 15 emiten yang telah mendapatkan pernyataan efektif untuk dapat menerbitkan obligasi syariah dengan total nilai emisi sebesar Rp. 1,95 triliun. Pada akhir tahun 2005 nilai kapitalisasi pasar JII meningkat sebesar Rp. 395,6 triliun atau sebesar 49,38% dari nilai total kapitalisasi pasar di BEJ.

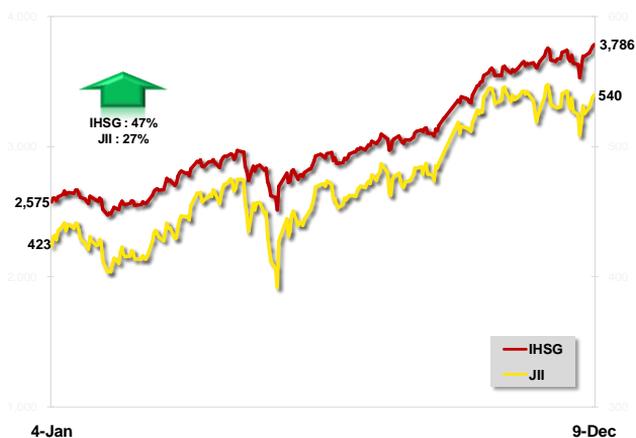
Pada tahun 2006 nilai kapitalisasi pasar JII meningkat sebesar Rp. 620,2 triliun atau sebesar 49,65% dari nilai total kapitalisasi pasar di BEI. Pada tahun 2007 nilai kapitalisasi pasar JII mencapai puncaknya yaitu, meningkat sebesar Rp. 1.105,9 triliun atau sebesar 55,62% dari nilai total kapitalisasi pasar di BEJ. Pada tahun 2008 nilai kapitalisasi pasar JII sebesar Rp. 428,5 triliun atau sebesar 39,8% dari nilai total kapitalisasi pasar di BEI. Pada tahun 2009 nilai kapitalisasi pasar JII sebesar Rp. 923 triliun atau sebesar 46,8% dari nilai total kapitalisasi pasar di BEI. Serta sampai dengan 2010 nilai kapitalisasi pasar JII sebesar Rp. 1.099 triliun atau sebesar 34,88% dari nilai total kapitalisasi pasar di BEI. Perbedaan indeks harga saham antara IHSG, LQ-45, dan JII dapat dilihat pada grafik sebagai berikut:



Grafik 5.9 IHSIG, LQ-45, dan JII

Sumber: Bapepam-LK

Perbandingan kinerja pasar modal syariah pada tahun 2010 di dalam negeri dan di luar negeri juga belum menunjukkan hal yang menggembirakan. Jika dibandingkan perkembangan kinerja JII dan IHSIG tahun 2010, terbukti bahwa kinerja IHSIG (47%) lebih baik jika dibandingkan JII (27%). Pun dalam konteks global jika dibandingkan dengan kinerja (*market share*) pasar modal syariah Malaysia, pasar modal syariah Indonesia masih jauh dibawah pasar modal syariah Malaysia. Namun hal ini juga merupakan indikator potensi pertumbuhan pasar (*market share*) pasar modal syariah di Indonesia. Perbandingan kinerja tersebut dapat dilihat pada grafik 5.10 dan tabel 5.5, sebagai berikut:



Grafik 5.10 Kinerja JII dan IHS Tahun 2010

(Sumber: Abdalloh (2010))

**Tabel 5.5 Perbandingan Kinerja Pasar Modal Syariah
(Market Share) Indonesia dan Malaysia**

	Mar-10	Jun-10
Product	Malaysia	Indonesia
<i>Market Share</i>		
Sukuk	57%	6%
Number of sukuk	310	16
Mutual Fund	11%	3%
Number of Fund	155	50

Stocks		
Number of Stock	88%	48%
Market cap	63%	47%
1 ETF	56%	-
3 REITS	35%	-

Sumber: Abdalloh, 2010

6. Arah Pengembangan Pasar Modal Syariah

Sejalan dengan pengembangan pasar modal Indonesia secara umum, industri pasar modal yang berbasis syariah diyakini dapat menjadi salah satu pilar kekuatan industri pasar modal Indonesia. Dengan demikian, pengembangan pasar modal berbasis syariah menjadi perhatian khusus sebagai salah satu sasaran pengembangan pasar modal Indonesia yang termaktub dalam Master Plan Pasar Modal 2010-2014.

Empat program telah dicanangkan untuk dapat mencapai sasaran tersebut di atas, sebagai berikut:

- a. Mengembangkan Kerangka Regulasi yang Mendukung Pengembangan Pasar Modal dan Industri Keuangan Non Bank Berdasarkan Prinsip Syariah Penyempurnaan serta penambahan beberapa regulasi baru yang secara umum selaras dengan kebutuhan dan perkembangan fatwa baru dari DSN-MUI masih sangat diperlukan guna memberikan landasan hukum yang

lebih komprehensif bagi industri pasar modal dan industri keuangan non bank Syariah guna mempercepat pertumbuhan industri keuangan berdasarkan prinsip Syariah di masa mendatang.

- b. Mengembangkan Produk Pasar Modal dan Jasa Keuangan Non Bank Berdasarkan Prinsip Syariah.

Saat ini porsi produk Syariah masih relatif kecil jika dibandingkan dengan produk keuangan konvensional. Oleh karena itu, pengembangan produk Syariah di pasar modal dan industri keuangan non bank menjadi prioritas pada 5 (lima) tahun ke depan. Bapepam-LK akan menyusun pedoman baku Syariah, mengkaji, dan mengembangkan produk pasar modal yang diimplementasikan menjadi produk Syariah, serta menciptakan produk-produk Syariah baru.

- c. Mengupayakan Kesetaraan Produk Keuangan Syariah dengan Produk Konvensional

Bapepam-LK memiliki arah kebijakan yang bertujuan untuk mengembangkan industri keuangan Syariah dengan konsep kesetaraan dengan industri keuangan konvensional. Bapepam-LK akan menyusun dan menyempurnakan peraturan yang dapat menunjang kesetaraan terhadap produk keuangan Syariah, penyetaraan proses penerbitan, dan perlakuan perpajakan antara produk keuangan Syariah dengan

produk konvensional, serta edukasi kepada masyarakat dan pelaku pasar.

d. Meningkatkan Pengembangan Sumber Daya Manusia di Pasar Modal dan Industri Keuangan Non Bank Berdasarkan Prinsip Syariah

Pengembangan SDM yang komprehensif serta didukung oleh infrastruktur yang memadai akan dapat memberikan kontribusi yang signifikan dalam pengembangan industri keuangan Syariah. Pengembangan SDM akan difokuskan pada pembekalan pengetahuan teknis industri dan pengetahuan fikih muamalah. Selain itu akan dilakukan penyusunan regulasi yang mengarah pada penerapan standar kualifikasi dan sertifikasi bagi para profesional di pasar modal, asuransi, LKNB lainnya serta para ahli Syariah yang berperan sebagai Dewan Pengawas Syariah.

Gambar 5.5 Strategi Pengembangan Pasar Modal dan Industri Keuangan Non Bank Syariah 2010-2014



Sumber: Bapepam-LK (2010)

7. Instrumen Pasar Modal Syariah

Jenis instrument pasar modal syariah di Indonesia mengacu pada fatwa DSN-MUI No. 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal, terutama pada Bab IV, Pasal 4. Jenis-jenis efek yang dapat diperdagangkan di pasar modal syariah, yaitu:

- a. Saham syariah adalah bukti kepemilikan atas suatu perusahaan yang diterbitkan oleh emiten yang

usahanya sesuai dengan prinsip-prinsip syariah, dan tidak termasuk saham yang memiliki hak-hak istimewa;

- b. Obligasi syariah adalah surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip-prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/ margin/ fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo;
- c. Reksa dana syariah adalah reksa dana yang beroperasi menurut ketentuan dan prinsip syariah Islam, baik dalam bentuk akad antara pemodal sebagai pemilik harga (*shahib al-mal/rabb al-mal*) dengan manajer investasi, begitu pula pengelolaan dana investasi sebagai wakil shahib al-mal, maupun antara manajer investasi sebagai wakil shahib al-mal dengan pengguna investasi;
- d. Efek Beragun Aset (EBA) syariah adalah efek yang diterbitkan oleh Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset (KIK EBA) syariah yang portofolionya terdiri atas aset keuangan berupa tagihan yang timbul dari surat berharga komersial, tagihan yang timbul di kemudian hari, jual beli pemilik aset fisik oleh lembaga keuangan, efek berdifat investasi yang dijamin oleh pemerintah,

sarana peningkatan investasi/ arus kas serta asset keuangan setara sesuai dengan prinsip-prinsip syariah;

- e. Surat berharga komersial syariah adalah surat pengakuan atas pembiayaan dalam jangka waktu tertentu yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.

8. Jakarta Islamic Indeks (JII)

JII adalah indeks saham yang didasarkan atas prinsip syariah. Saham dalam JII terdiri atas 30 saham yang keanggotaannya akan selalu ditinjau secara berkala berdasarkan kinerja transaksi di perdagangan bursa, rasio-rasio keuangannya, dan ketaatan pada prinsip-prinsip syariah yang termaktub dalam fatwa Dewan Syariah Nasional No. 05/DSN-MUI/IV/2000 tentang Jual Beli Saham dan Fatwa No. 40/DSN-MUI/IX/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal. Saham yang dapat masuk ke dalam saham syariah harus memenuhi syarat yang disebutkan dalam fatwa No. 20/DSN-MUI/IX/2000 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksadana Syariah, terutama pada pasal 8 dan 10.

Kriteria yang digunakan untuk menentukan saham-saham yang masuk dalam perhitungan JII adalah: (Nafik, 2009: 261)

- a. Kumpulan saham dengan jenis usaha utama yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah dan sudah tercatat

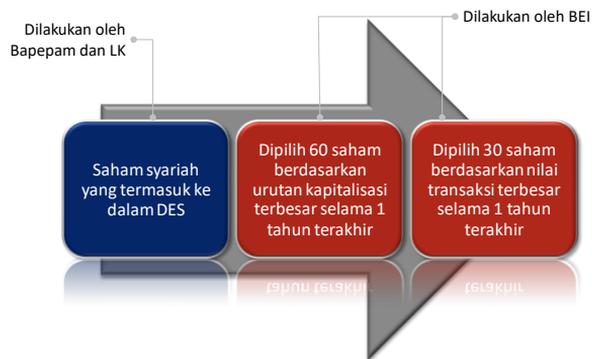
lebih dari 3 bulan (kecuali termasuk dalam 10 kapitalisasi besar);

- b. Saham yang berdasarkan laporan keuangan tahunan atau tengah tahun memiliki rasio Kewajiban terhadap Aktiva maksimal sebesar 90 %;
- c. 60 saham dari susunan saham berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar (*market capitalization*) terbesar selama satu tahun terakhir;
- d. 30 saham dengan urutan berdasarkan tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan regular selama satu tahun terakhir.

Saham-saham syariah yang masuk dalam perhitungan JII terus dievaluasi dari ketaatannya terhadap prinsip-prinsip syariah sebagaimana termaktub dalam DSN. Apabila saham-saham tersebut tidak memenuhi prinsip-prinsip syariah, maka otoritas akan mengeluarkannya dari JII dan kedudukannya akan digantikan oleh saham lain yang memenuhi prinsip-prinsip syariah. Proses evaluasi saham-saham JII dilakukan 2 kali setiap tahun yaitu pada bulan desember (mengevaluasi saham-saham JII yang aktif diperdagangkan pada bulan Juli – Desember dan mengumumkan saham-saham JII baru pada bulan Januari – Juni) dan Juni (mengevaluasi saham-saham JII yang aktif diperdagangkan pada bulan Januari – Juni dan

mengumumkan saham-saham JII baru pada bulan Juli – Desember).

Proses keluar masuknya saham-saham dalam perhitungan JII juga ditentukan dari rasio keuangan perusahaan, terutama menyangkut rasio kewajiban terhadap total aktiva (rasio *leverage*), rata-rata kapitalisasi pasarnya, dan tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan regulernya. (Nafik, 2009: 261)



Gambar 5.6 Alur Proses Seleksi JII

Sumber: Abdalloh, 2010

9. Indek Saham Syariah Indonesia (ISSI)

BEI tanggal 12 Mei 2011 telah meluncurkan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Indeks ini mencerminkan pergerakan saham-saham yang masuk dalam Daftar Efek Syariah (DES) yang dikeluarkan oleh Bapepam-LK. ISSI ini diharapkan dapat menjadi acuan tambahan bagi investor untuk berinvestasi saham, khususnya saham syariah. Dengan peluncuran ini diharapkan dapat menjadi indikator utama yang bisa menggambarkan kinerja seluruh saham syariah yang tercatat di BEI dan membantu menghilangkan kesalahpahaman masyarakat yang menganggap bahwa saham syariah hanya terdiri dari 30 saham yang masuk dalam Jakarta Islamic Index (JII).

Hari dasar perhitungan ISSI adalah tanggal 30 Desember 2007 dengan nilai awal indeks sama dengan 100. Metode perhitungannya sama dengan metode perhitungan indeks-indeks BEI lainnya. Komponen perhitungan ISSI adalah semua saham yang masuk dalam Daftar Efek Syariah (DES) yang akan dievaluasi enam bulan sekali yaitu setiap bulan Mei dan November, atau setiap ada pengumuman Daftar Efek Syariah Baru dari Bapepam-LK.

Saham ISSI saat ini sudah tercatat 214 saham syariah. Sebanyak 46 persen di antaranya sudah menguasai pasar saham di Indonesia. Sementara kalau dilihat dari jumlah, skala sudah menguasai 51 persen

saham syariah. Jika saham dan sukuk digabung, maka telah menguasai 36,2 persen dari seluruh saham di BEI.

C. Hipotesis Efisiensi Pasar, Kontes Kecantikan Keynes, dan Pasar Modal Syariah

Berdasarkan penjelasan sebelumnya mengenai fungsi dan tujuan pasar modal syariah berdasarkan pendapat Metwally (1995) salah satunya adalah “*memungkinkan investasi pada ekonomi itu ditentukan oleh kinerja kegiatan bisnis sebagaimana tercermin pada harga saham*” atau dengan kata lain dalam pasar modal syariah kinerja harga saham langsung dan hampir sepenuhnya terkait dengan kinerja perusahaan yang bersangkutan. Konsep yang menggambarkan fungsi dan tujuan ini dalam ekonomi konvensional terdapat pada hipotesis efisiensi pasar (*efficient market hypothesis*) yang pertama kali dikemukakan oleh Eugene F. Fama (1970). Fama mendefinisikan pasar yang efisien sebagai berikut:

A security market is efficient if security prices “fully reflect” the information available.

Definisi fama ini menekankan dua aspek, yaitu “*fully reflect*” dan “*information available*”. “*Fully reflect*” menunjukkan bahwa harga sekuritas secara akurat mencerminkan informasi yang ada. Menurut Fama, pasar dikatakan efisien jika menggunakan informasi yang tersedia (*information available*), investor-investor secara akurat

dapat mengekspektasikan harga dari sekuritas yang bersangkutan. (Fama, 1969; lihat juga Jogianto, 2005: 9)

Hipotesis efisiensi pasar (*efficient market hypothesis*) yang menyatakan bahwa harga pasar dari saham suatu perusahaan adalah penilaian secara rasional terhadap nilai suatu perusahaan, dengan melihat informasi terkini tentang prospek bisnis perusahaan. Hipotesis ini bertumpu pada dua alasan:

1. Setiap perusahaan yang terdaftar pada bursa saham besar diminati dengan cermat oleh manajer investasi yang profesional, seperti seseorang yang bekerja untuk perusahaan reksadana. Setiap hari manajer-manajer itu mengawasi berita-berita baru untuk memperkirakan nilai perusahaan. Pekerjaan mereka adalah membeli saham ketika harganya di bawah nilai sesungguhnya dan menjualnya kembali ketika harganya di atas nilai sesungguhnya.
2. Harga saham ditentukan oleh keseimbangan penawaran dan permintaan. Pada harga pasar, jumlah saham yang ditawarkan sama dengan jumlah saham yang diminta. Yang artinya, pada harga pasar, jumlah orang yang menganggap saham tersebut dinilai terlalu tinggi (*overvalue*) sama dengan jumlah orang yang menganggap saham tersebut dinilai terlalu rendah (*undervalue*). Dengan penilaian tersebut, saham haruslah dinilai dengan *fair*.

Menurut teori ini, pasar saham bersifat efisien secara informasi (*informationally efficient*): Pasar saham menggambarkan semua informasi yang tersedia tentang nilai dan aset. Harga saham berubah ketika informasi berubah. Ketika berita baik tentang prospek perusahaan tersedia bagi publik, nilai perusahaan dan sahamnya naik. Ketika prospek perusahaan menurun, nilai perusahaan dan harga sahamnya turun. (Mankiw, 2007: 486-487)

Menurut Jogianto (2005: 5-6) pasar efisien dapat terjadi karena peristiwa-peristiwa berikut ini:

1. Investor adalah penerima harga (*price taker*), yang berarti bahwa seorang sebagai pelaku pasar, investor seorang diri tidak dapat mempengaruhi harga suatu sekuritas.
2. Informasi tersedia secara luas kepada semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan dan harga yang memperoleh informasi tersebut murah.
3. Informasi dihasilkan secara acak (*random*) dan tiap-tiap pengumuman informasi bersifat acak satu dengan yang lainnya.
4. Investor bereaksi dengan menggunakan informasi secara penuh dan cepat, sehingga harga sekuritas berubah dengan semestinya.

Sebaliknya jika kondisi-kondisi di atas tidak terpenuhi, kemungkinan pasar tidak efisien dapat terjadi.

Dengan demikian, menurut Jogianto (2005: 6-7) pasar dapat menjadi tidak efisien jika kondisi-kondisi berikut ini terjadi:

1. Terdapat sejumlah kecil pelaku pasar yang dapat mempengaruhi harga dari sekuritas.
2. Harga informasi mahal dan terdapat akses yang tidak seragam antara satu pelaku pasar dengan pelaku pasar lainnya terhadap informasi yang sama.
3. Informasi yang disebarkan dapat diprediksi dengan baik oleh sebagian pelaku pasar.
4. Investor adalah individu-individu yang lugu (*naiv investors*) dan tidak canggih (*unsophisticated investors*).

Model hipotesis efisiensi pasar Fama tersebut telah menimbulkan perdebatan selama beberapa dekade diantaranya Rubinstein (1975), Beja (1976), Grossman (1976), Jensen (1978), Grossman dan Stiglitz (1980), Beaver (1981), Jordan (1983), dan Latman (1986) (dalam Rodoni dan Yong, 2002). Sebagai contohnya, Le Roy mengkritik definisi Fama yang menyebutkan bahwa investor juga mendapat keuntungan dari investasinya. Pada tahun 1976, Fama membalas kritikan Le Roy tadi dengan memperbaiki definisinya dengan mengatakan bahwa the market *correctly uses all information* (pasar menggunakan semua informasi dengan betul). Definisi yang lain dikemukakan seperti oleh Beaver (1981) yang menyatakan *market efficiency with respect to an information* (keefisienan pasar berdasarkan

suatu informasi). Definisi Fama menyatakan pasar menggunakan informasi dalam menghasilkan atau menentukan harga, sedangkan definisi Rubinstein, Sharpe, Beja, Beaver, dan Latham adalah berdasarkan tanggapan investor yang hubungannya dengan harga (atau volume dalam kasus Lathman). Pendekatan Fama tersebut adalah lebih berorientasikan empirical, sedangkan pendekatan Rubinstein, Sharpe, Beja, Beaver, dan Latham berorientasikan teori mengikuti tradisi informasi ekonomi.

Dalam perspektif teori ekonomi lain, berbeda dengan pandangan hipotesis efisiensi pasar tersebut dengan logika pasar saham yang sangat rasional, dengan melihat ketika membeli dan menjual, investor memfokuskan perhatiannya pada fundamental perusahaan, J.M. Keynes mengajukan analogi yang cukup terkenal untuk menjelaskan spekulasi pasar. Pada zamannya, beberapa Koran menyelenggarakan “kontes kecantikan”, di mana Koran mencetak gambar 100 perempuan dan pembaca diminta untuk memilih lima perempuan tercantik. Hadiah diberikan kepada pembaca yang pilihannya paling sesuai dengan konsensus peserta lainnya. Peserta yang naif hanya akan memilih perempuan cantik menurut dirinya. Namun strategi yang lebih baik adalah menebak lima perempuan yang sekiranya dipilih peserta lain sebagai perempuan tercantik. Namun demikian, peserta lainnya akan berpikir dengan cara yang sama. Jadi, strategi yang baik adalah menebak mana yang orang lain kira

akan diperkirakan oleh orang lainnya sebagai perempuan cantik, dan seterusnya. Pada akhir proses, untuk memenangkan kontes diperlukan kemampuan untuk menebak kemampuan pendapat orang lain dan bukan penilaian kecantikan sejati. (Mankiw, 2007: 487)

Dalam perspektif investasi di pasar modal, Keynes beralasan bahwa karena investor pasar saham akan menjual sahamnya kepada pihak lain, mereka tertarik pada penilaian pihak lain terhadap perusahaan daripada sesungguhnya nilai perusahaan. Investor terbaik menurut Keynes adalah mereka yang dengan tepat menebak psikologi masyarakat. Keynes percaya bahwa pergerakan harga saham seringkali menggambarkan gelombang optimisme dan pesimisme, yang dia sebut “semangat binatang (*animal spirits*)” dari investor. (lihat Keynes, 1936: 105-106)

Perdebatan dua pandangan pasar saham tersebut (“hipotesis efisiensi pasar” dan “kontes kecantikan Keynes”) terus berlangsung hingga saat ini. Beberapa ekonom melihat pasar saham melalui lensa hipotesis efisiensi pasar. Mereka yakin bahwa fluktuasi adalah gambaran rasional terhadap perubahan fundamental ekonomi. Di sisi lain, ekonom lainnya melihat kontes kecantikan Keynes sebagai gambaran spekulasi saham. Berdasarkan pendapat mereka, pasar saham seringkali berfluktuasi tanpa alasan yang jelas, dan karena pasar saham mempengaruhi permintaan agregat barang dan

jasa, fluktuasi ini merupakan sumber dari fluktuasi ekonomi dalam jangka pendek. (Mankiw, 2007: 487-488)

Berdasarkan penjelasan tersebut pasar modal syariah sesuai dengan fungsi dan tujuannya dalam ekonomi Islam harus memastikan terjadinya efisiensi pasar (berdasarkan pada “hipotesis efisiensi pasar”) dan menghindari terjadinya praktik spekulasi (berdasarkan pada “kontes kecantikan Keynes”).

BAB VI

INSTRUMEN PASAR MODAL SYARIAH

“Dalam ekonomi Islam pasar modal dapat memainkan peran yang sangat berguna.”

-Metwally-

A. Saham Syariah

1. Saham Perpektif Syariah

Saham dalam fiqh dikenal dengan *musahamah* atau berasal dari kata *sahm* yang berarti “saling memberikan saham/bagian.” Dalam ekonomi kontemporer istilah umum saham sering didefinisikan sebagai bukti kepemilikan suatu perusahaan atau yang disebut penyertaan modal (kepemilikan). Apabila saham yang berbentuk penyertaan modal ini diperdagangkan di pasar modal, maka hukumnya *jaiiz* (boleh) karena dalam hal ini saham merupakan barang (*sil’ah*) yang dapat diperjualbelikan.

Dalam tinjauan *syara’*, menurut Qardhawi (2002: 539-540) saham terbagi menjadi 3 (tiga) kelompok, yaitu:

- a. Saham perusahaan-perusahaan yang konsisten terhadap Islam seperti bank dan asuransi Islam. Islam membolehkan ikut berinvestasi dalam usaha semacam ini dan memperjualbelikan sahamnya. Dengan syarat, saham-saham tersebut sudah terbentuk menjadi usaha yang nyata dan menghasilkan, dalam kualitas lebih dari 50% nilai saham. Saham semacam ini boleh diedarkan

dengan cara apa pun yang dibolehkan *syara'*. Misalnya jual-beli dan tidak disyaratkan adanya serah terima secara langsung. Karena dalam transaksi seperti ini tidak perlu adanya serah terima langsung.

- b. Saham perusahaan-perusahaan yang dasar aktivitasnya diharamkan. Misalnya, perusahaan *alcohol*, perusahaan yang memperjualbelikan babi, dan sebagainya. Menujut *ijma'* (kesepakatan) para ulama, tidak diperbolehkan ikut andil dalam saham serta melakukan transaksi dalam perusahaan sejenis ini. Contoh lain adalah bank-bank konvensional (yang operasinya berdasarkan riba), perusahaan diskotik, dan sebagainya, yang bergumul dengan keharaman.
- c. Saham perusahaan-perusahaan yang dasar aktivitasnya halal. Misalnya, perusahaan mobil dan alat-alat elektronik, perseroan dagang secara umum, pertanian, industri, dan sebagainya, yang pada dasarnya diperbolehkan. Namun, terkadang unsur-unsur keharaman masuk ke dalam perusahaan-perusahaan tersebut, malalui transaksi-transaksi yang berlangsung berdasarkan bunga, baik mengambil maupun memberinya.

2. Pandangan Ulama Mengenai Transaksi Saham

Para ulama moderen berbeda pendapat tentang kebolehan bertransaksi dan ikut andil dalam saham perusahaan-perusahaan jenis ketiga. Diantara mereka ada

yang mengharamkan dengan alasan bahwa saham-saham tersebut tercampur riba. Karena Nabi Saw. telah mencela pemakan riba, pemberinya, penulisnya, dan para saksinya. Dengan alasan ini mereka mengharamkan transaksi dengan perusahaan-perusahaan ini dalam bentuk apapun. (Qarhdawi, 2002: 539-540)

Diantara mereka ada yang membolehkan transaksi dengan saham perusahaan-perusahaan tersebut dikarenakan adanya kebutuhan. Namun. Dalam transaksi semacam ini, mereka menetapkan syarat-syarat tertentu. Diantaranya menurut Qhardawi (2002: 540-541) adalah sebagai berikut:

- a. Persentase antara kekayaan dan utang perusahaan tidak lebih dari 50% (lima puluh persen), sebagaimana telah ditetapkan lembaga fiqih internasional. Jika persentase utangnya lebih banyak, maka tidak boleh mengedarkan sahamnya. Kecuali, sesuai dengan beberapa aturan yang dalam fiqih Islam disebut sebagai kaidah *as-sharf* (*exchange*). Misalnya, keharusan dalam pembayaran dan penerimaan barang pada saat itu juga, serah terima secara langsung atau sejenisnya.
- b. Persentase antara piutang perusahaan dan utang perusahaan yang berbunga tidak lebih dari 30% (tiga puluh persen).
- c. Persentase bunga utang maksimal tidak lebih dari 5% (lima persen) atau 10% (sepuluh persen).

- d. Adanya pengawasan terhadap perusahaan tersebut secara teliti dan membersihkannya dari unsur riba di dalamnya. Atau, boleh juga seseorang yang ikut berinvestasi di dalamnya untuk membersihkan sendiri dividen yang ia dapatkan dari perusahaan tersebut, dari unsur riba.

Saham syariah merupakan salah satu dari instrumen surat berharga dalam pasar modal yang menggambarkan penyertaan modal dari seseorang atau badan hukum terhadap suatu perusahaan berdasarkan prinsip-prinsip Islam. Secara natural saham dapat dikatakan telah memenuhi akad dengan prinsip syariah, yaitu akad *musyarakah*. Apabila saham yang berbentuk penyertaan modal ini diperdagangkan di pasar modal, maka hukumnya *jai'z* (boleh) karena dalam hal ini saham merupakan barang (*sil'ah*) yang dapat diperjual belikan. (Hulwati, 2001: 85)

Khan (2005), menjelaskan identifikasi perusahaan yang dapat ikut dalam saham Islami mengajukan beberapa syarat yaitu:

- a. Emiten/perusahaan tersebut tidak berkaitan dengan riba;
- b. Perusahaan tersebut tidak membuat atau memproduksi barang atau jasa yang dilarang oleh syariah;
- c. Perusahaan tidak bertindak eksploitatif secara berlebihan terhadap faktor-faktor produksi alam yang diberikan Allah;

- d. Perusahaan tidak mempermainkan harga sekehendaknya, perusahaan tersebut tidak menghalangi terjadinya *free market*;
- e. Perusahaan tersebut mempunyai sosial *responsibility* yang tinggi sehingga punya kepedulian terhadap ummat, dan memilih *ethical behaviour* .

3. Kriteria Saham Syariah

Saham atau ekuitas yang ada dalam dana kelolaan haruslah sesuai dengan pedoman syariah. Untuk itu perlu dilakukan proses penyaringan (*screening*) atas usaha dan aktivitas emiten yang secara umum terdiri dari jenis usaha, keuangan, dan lain-lain. Adapun tujuan umum dari proses penyaringan saham syariah adalah memenuhi prinsip bahwa seorang muslim hanya mengambil sesuatu yang halal dan menghindari yang haram; dan menyediakan instrumen kepada investor untuk berinvestasi pada saham yang sesuai dengan prinsip syariah.

Dewan syariah *International Financial Institutions* (IFIs) mengembangkan tingkat toleransi atau kriteria dalam penyaringan berkenaan dengan investasi saham, sebagai berikut:

- a. Struktur modal perusahaan yang diinvestasikan pada dasarnya harus berbasiskan ekuitas (utang kurang dari 33%);
- b. Larangan atas aktivitas seperti perjudian, industri financial yang berbasiskan bunga, produksi alcohol, dan sebagainya harus tidak diikutsertakan;

- c. Hanya sebagian porsi kecil pendapatan perusahaan yang diinvestasikan yang berasal dari bunga surat berharga;
- d. Nilai saham harus tidak boleh kurang dari nilai asset likuid neto perusahaan.

Kriteria penyaringan lain yang diterbitkan oleh *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIMI) adalah sebagai berikut:

- a. Bisnis dasar perusahaan yang diinvestasikan haruslah bersifat halal;
- b. Utang terhadap kapitalisasi pasar: total utang dibagi dengan 12 bulan rata-rata kapitalisasi pasar haruslah kurang dari 33%;
- c. Kas dan jumlah surat berharga yang mengandung bunga: jumlah kas dan surat berharga yang mengandung bunga dari perusahaan apabila dibagi dengan 12 bulan rata-rata kapitalisasi pasar harus kurang dari 33%;
- d. Piutang: piutang bila dibagi dengan 12 bulan rata-rata kapitalisasi pasar harus kurang dari 33%.

Islamic Fiqh Council dari OKI (2000), memutuskan hal-hal yang berkaitan dengan saham perusahaan, sebagai berikut:

- a. Perdagangan dalam saham perusahaan;
 - Karena hal yang paling penting mengenai transaksi adalah sifat alamiah bisnisnya, pembentukan perusahaan gabungan dengan tujuan yang tidak dilarang dipebolehkan;
 - Perdagangan dalam saham perusahaan yang tujuan utamanya adalah aktivitas yang dilarang, seperti

transaksi dengan riba, produksi dengan produk yang dilarang tentu saja dilarang;

- Perdagangan dalam saham perusahaan yang terkadang berurusan dengan hal-hal yang dilarang, seperti riba dan sebagainya, tetapi aktivitas utamanya tidak didasarkan pada bisnis yang tidak dilarang masih diperbolehkan.

b. Penjaminan (*Underwriting*);

Penjaminan (*underwriting*) adalah perjanjian yang diciptakan pada saat pendirian perusahaan dengan seorang yang menjamin penjualan semua atau sebagian saham yang diterbitkan, misalnya menjalankan pendaftaran atas saham yang masih belum terdaftar oleh orang lain. Tidak ada keberatan syariah atas hal ini karena pihak yang mewajibkan mendaftar untuk saham pada nilai nominalnya tanpa adanya imbalan untuk komitmen tersebut dengan sendirinya, walaupun pihak yang mewajibkan akan mendapatkan imbalan atas pekerjaan selain penjaminannya, seperti pembuatan fisibilitas atau pemasaran saham.

c. Objek kontrak (akad) dalam penjualan saham;

Objek kontrak (akad) dalam penjualan saham adalah porsi asset perusahaan yang belum teridentifikasi (*Musha'a*) dan sertifikat saham adalah dokumen yang menegaskan hak atas porsi yang disebutkan.

d. Saham Preferen;

Tidak diperbolehkan menerbitkan saham preferen dengan karakteristik finansial yang melibatkan jaminan pembayaran atas modal atau sejumlah keuntungan tertentu atau memastikan pemegangnya didahulukan dalam kasus likuidasi atau pendistribusian dividen. Walaupun demikian, pemberian saham dengan karakteristik yang demikian ini karena terkait dengan persoalan prosedur dan administratif.

- e. Penjaminan dengan bunga untuk berinvestasi dalam saham:

Tidaklah diperbolehkan membeli saham dengan penjaminan yang mengandung bunga yang ditawarkan kepada pembeli oleh broker atau pihak lain dengan menggadaikan saham karena hal ini melibatkan riba. Tidak diperbolehkan pula menjual saham yang tidak dimiliki oleh penjual, tetapi telah mendapatkan janji dari seorang broker, karena transaksi yang demikian termasuk dalam kerangka penjualan sesuatu yang tidak dimiliki oleh penjual. Pelarangannya menjadi lebih mutlak apabila transaksi tersebut bergantung pada pembayaran harga saham kepada broker, yang kemudian memanfaatkannya dengan menanamkan dananya yang menghasilkan bunga untuk mendapatkan kompensasi atas pinjaman tersebut.

Di Indonesia, syarat suatu saham (efek secara umum) yang dikeluarkan oleh perusahaan dapat dikatakan syariah

berdasarkan Fatwa DSN-MUI No. 40/DSN-MUI/IV/2001, adalah sebagai berikut :

- a. Jenis usaha, produk barang, jasa yang diberikan dan akad serta cara pengelolaan perusahaan publik yang menerbitkan efek syariah tidak boleh bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah.
- b. Jenis kegiatan usaha yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah sebagaimana dimaksud di atas, antara lain:
 - 1) Perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang;
 - 2) Lembaga keuangan konvensional (ribawi), termasuk perbankan dan asuransi konvensional;
 - 3) Produsen, distributor, serta pedagang makanan dan minuman yang haram; dan
 - 4) Produsen, distributor, dan/atau penyedia barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat; dan
 - 5) Melakukan investasi pada Emiten (perusahaan) yang pada saat transaksi tingkat (nisbah) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan ribawi lebih dominan dari modalnya.
- c. Emiten atau Perusahaan Publik yang menerbitkan efek syariah wajib untuk menandatangani dan memenuhi ketentuan akad yang sesuai dengan syariah atas saham syariah yang dikeluarkan.

- d. Emiten atau Perusahaan Publik yang menerbitkan efek syariah wajib menjamin bahwa kegiatan usahanya memenuhi prinsip-prinsip syariah dan memiliki *Shariah Compliance Officer*.
- e. Dalam hal emiten atau perusahaan publik yang menerbitkan efek syariah sewaktu-waktu tidak memenuhi prinsip di atas, maka efek yang diterbitkan dengan sendirinya sudah bukan sebagai efek syariah.

Kemudian fatwa tersebut diperkuat dalam peraturan Bapepam-LK Nomor IX.A.13, yang menyatakan bahwa kriteria atau ketentuan umum efek syariah adalah sebagai berikut:

- a. Kegiatan usaha yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah antara lain:
 - 1) Perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang;
 - 2) Menyelenggarakan jasa keuangan yang menerapkan konsep ribawi, jual beli resiko yang mengandung unsur *gharar* dan atau *maisir*;
 - 3) Menproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, dan atau menyediakan:
 - Barang dan atau jasa yang haram karena zatnya (*haram li-dzatih*);
 - Barang dan atau jasa yang haram bukan karena zatnya (*haram lighairih*) yang ditetapkan oleh DSN-MUI; dan atau

- Barang yang merusak moral dan bersifat mudarat.
- 4) Melakukan investasi pada perusahaan yang pada saat transaksi tingkat (nisbah) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan ribawi lebih dominan dari modalnya, kecuali investasi tersebut dinyatakan kesyariahannya oleh DSN-MUI.
- b. Penerbitan efek syariah wajib dilakukan berdasarkan akad syariah.
 - c. Setiap pihak yang melakukan penerbitan efek syariah wajib memenuhi prinsip-prinsip syariah di pasar modal yang terkait dengan dengan efek syariah yang ditawarkan, peraturan ini dan peraturan perundang-undangan di pasar modal.
 - d. Setiap pihak yang menerbitkan efek syariah wajib memenuhi kepatuhan terhadap prinsip-prinsip syariah di pasar modal yang terkait dengan efek syariah yang diterbitkan.
 - e. Efek syariah yang diterbitkan tidak lagi memenuhi prinsip-prinsip syariah di pasar modal apabila kegiatan usaha, cara pengelolaan, kekayaan reksa dana, dan atau kekayaan kontrak investasi kolektif efek beragun aset dari pihak yang menerbitkan efek tersebut tidak lagi memenuhi prinsip-prinsip syariah di pasar modal yang terkait dengan efek syariah yang diterbitkan.
 - f. Pihak yang menerbitkan efek syariah dan menyatakan bahwa kegiatan usaha serta cara pengelolaannya

berdasarkan prinsip-prinsip syariah di pasar modal wajib menyatakan bahwa:

- 1) Kegiatan usaha serta cara pengelolaan usaha pihak yang melakukan penawaran umum dilakukan berdasarkan prinsip-prinsip syariah di pasar modal sebagaimana tertuang dalam anggaran dasar perseroan atau kontrak investasi kolektif (KIK);
- 2) Jenis usaha, produk barang, jasa yang diterbitkan, aset yang dikelola, akad, dan cara pengelolaan perusahaan pihak yang melakukan penawaran umum tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal; dan
- 3) Memiliki anggota direksi, anggota komisaris, wakil manajer investasi, dan penanggung jawab atas pelaksanaan kegiatan kustodian pada bank kustodian yang mengerti kegiatan-kegiatan yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal.

Dalam peraturan Bapepam-LK II.K1, juga ditambahkan sebagaimana peraturan sebelumnya di atas terkait dengan kriteria efek syariah, adalah sebagai berikut:

- a. Tidak melakukan kegiatan usaha sebagaimana ketentuan umum huruf a Peraturan Nomor IX.A.13 di atas;
- b. Tidak melakukan perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang dan atau jasa;
- c. Tidak melakukan perdagangan dengan penawaran atau permintaan palsu; dan

d. Tidak melebihi rasio-rasio keuangan sebagai berikut:

- 1) Total hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82 % (hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 45% : 55%); dan
- 2) Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan (*revenue*) tidak lebih dari 10%.

Secara umum proses atau tahapan penyaringan saham syariah dan berdasarkan institusi menurut Karim Business Consulting 2003, sebagai berikut:

Tabel 6.1 Tahapan Umum Seleksi Saham Syariah

Tahap 1	Tahap 2	Tahap 3
JENIS USAHA	KEUANGAN	LAIN-LAIN
Jenis usaha yang dilarang, misal:	Rasio Keuangan	Misal:
<ul style="list-style-type: none"> • Produk makanan non-halal • Minuman keras/alkohol • Mengandung babi • Perjudian 	<ul style="list-style-type: none"> • Liquid asset (17% - 49%) • Interest income (5% - 15%) • Hutang (30% - 33%) 	<ul style="list-style-type: none"> • Image perusahaan (Malaysia)

- Lembaga keuangan sistem bunga
- Asuransi konvensional
- Hiburan: hotel, kasino, restoran,dll

Tabel 6.2 Institusi dan Proses Penyaringan Saham Syariah

Institusi	Tahap 1 Jenis Usaha	Tahap 2 Keuangan	Tahap 3 Lain- lain
Jakarta Islamic Index (JII)	√	√	X
Karim Islamic Stock Selection Universe (KISSU)	√	X	X
SAC, Securities Commission, Malaysia	√	√	√
Dow Jones Islamic Index	√	√	X
SSB Citi Asset Management Group	√	√	X

Wellington Management Company	√	√	X
Islamiq.Com	√	√	√

Kemudian berkaitan dengan penerbitan efek syariah berupa saham oleh emiten atau perusahaan publik yang menyatakan bahwa kegiatan usaha serta cara pengelolaan usahanya dilakukan berdasarkan prinsip-prinsip syariah di pasar modal. (Peraturan Nomor IX.A.13)

a. Sepanjang tidak diatur lain dalam peraturan ini, emiten atau perusahaan publik yang melakukan penerbitan efek syariah berupa saham wajib:

- 1) Mengikuti ketentuan Nomor IX.A.1 tentang ketentuan Umum Pengajuan Pernyataan Pendaftaran atau Peraturan Nomor IX.B.1 tentang Pedoman Mengenai Bentuk dan Isi Pernyataan Pendaftaran Perusahaan Publik dan serta ketentuan tentang Penawaran Umum yang terkait lainnya; dan

- 2) Mengungkapkan informasi tambahan dalam prospektus bahwa:

- Dalam anggaran dasar dimuat ketentuan bahwa kegiatan usaha serta cara pengelolaan usahanya dilakukan berdasarkan prinsip-prinsip syariah di pasar modal;
- Jenis usaha, produk barang, jasa yang diberikan, aset yang dikelola, akad, dan cara pengelolaan

emiten atau perusahaan publik dimaksud tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal; dan

- Emiten atau perusahaan publik memiliki anggota direksi dan anggota komisaris yang mengerti kegiatan-kegiatan yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal.
- b. Emiten atau perusahaan publik yang menerbitkan efek syariah berupa saham hanya dapat mengubah anggaran dasar yang terkait dengan kegiatan dan cara pengelolaan usahanya menjadi tidak lagi memenuhi prinsip-prinsip syariah di pasar modal jika:
- 1) Terdapat usulan dari pemegang saham yang memenuhi syarat sebagaimana diatur dalam Undang-Undang tentang Perseroan Terbatas; dan
 - 2) Usulan tersebut telah disetujui Rapat Umum Pemegang Saham.
- c. Rencana penyelenggaraan Rapat Umum Pemegang Saham untuk mengubah anggaran dasar sebagaimana dimaksud dalam huruf b wajib diumumkan dalam kesurung-kurangannya 1 surat kabar harian berbahasa Indonesia yang berperedaran nasional selambat-lambatnya 28 hari sebelum Rapat Umum Pemegang Saham, dengan memuat informasi yang antara lain:

- 1) Penjelasan, pertimbangan, dan alasan dilakukannya perubahan anggaran dasar yang terkait dengan kegiatan usaha dan cara pengelolaan perusahaan;
 - 2) Rencana kegiatan dan pengelolaan usaha setelah emiten tidak memenuhi prinsip-prinsip syariah di pasar modal;
 - 3) Cara penyelesaian terhadap pemegang saham yang tidak setuju atas perubahan tersebut; dan
 - 4) Penjelasan bahwa keputusan Rapat Umum Pemegang Saham tentang perubahan anggaran dasar hanya berlaku efektif setelah memperoleh persetujuan pemegang saham dan Menteri Hukum dan Hak Asasi Manusia.
- d. Rapat Umum Pemegang Saham dapat mengambil keputusan tentang persetujuan perubahan anggaran dasar sebagai mana dimaksud dalam huruf c dengan ketentuan sebagai berikut:
- 1) Pemegang saham yang mengusulkan perubahan anggaran dasar serta afiliasinya tidak dapat diperhitungkan dalam korum kehadiran;
 - 2) Dihadiri oleh pemegang saham yang mewakili paling sedikit $\frac{2}{3}$ bagian dari jumlah seluruh saham dengan hak suara yang sah yang dimiliki oleh pemegang saham;
 - 3) Keputusan diambil berdasarkan suara setuju dari pemegang saham yang mewakili paling sedikit $\frac{2}{3}$

bagian dari jumlah seluruh saham dengan hak suara yang sah yang hadir;

- 4) Dalam hal korum kehadiran pada Rapat Umum Pemegang Saham pertama tidak dipenuhi, maka tidak dapat dilakukan rapat kedua dan ketiga; dan
 - 5) Dalam hal perubahan anggaran dasar tidak dapat dilakukan baik karena tidak terpenuhinya korum sebagaimana dimaksud pada butir 2) dan atau butir 3), maka usulan rencana perubahan anggaran dasar baru dapat diajukan kembali 12 bulan setelah tidak terpenuhinya korum sebagaimana dimaksud pada butir 2) dan atau butir 3).
- e. Emiten atau perusahaan publik sebagaimana dimaksud dalam angka 3 huruf b wajib menyelesaikan hak-hak pemegang saham yang tidak menyetujui perubahan anggaran dasar dimaksud dengan cara menjamin pembelian saham pemegang saham tersebut pada harga wajar dengan ketentuan sebagai berikut:
- 1) Dalam hal sahamnya tidak tercatat di Bursa Efek, maka harga pelaksanaan pembelian sekurang-kurangnya sama dengan harga wajar yang ditetapkan oleh penilai independen;
 - 2) Dalam hal sahamnya tercatat dan diperdagangkan di bursa namun selama 90 hari tidak diperdagangkan atau dihentikan sementara perdagangannya, maka harga pelaksanaan pembelian sekurang-kurangnya

sebesar harga tertinggi dalam waktu 12 bulan terakhir sebelum hari perdagangan terakhir atau hari dihentikan sementara perdagangannya; atau

- 3) Dalam hal sahamnya tercatat dan diperdagangkan di bursa efek, maka harga pelaksanaan pembelian sekurang-kurangnya sebesar harga saham tertinggi dalam jangka waktu 90 hari terakhir sebelum pengumuman RUPS perubahan anggaran dasar sebagaimana dimaksud dalam angka 3 huruf c.
- f. Dalam hal emiten atau perusahaan publik yang menerbitkan efek syariah berupa saham melakukan pelanggaran atas ketentuan angka 3 huruf b di atas, maka:
- 1) Wajib melaporkan kepada Bapepam dan LK serta mengumumkan kepada masyarakat mengenai informasi atau fakta material berupa perubahan kegiatan usaha dan cara pengelolaan yang tidak memenuhi prinsip syariah, sebagaimana diatur dalam Peraturan Nomor X.K.1 tentang keterbukaan informasi yang harus segera diumumkan kepada publik; dan
 - 2) Dikenakan sanksi administratif berupa denda dan kewajiban melakukan tindakan sebagaimana diatur dalam angka 3 huruf c, huruf d, dan huruf e.

4. Perkembangan Saham Syariah Indonesia

Dalam perkembangannya saham syariah yang merupakan instrumen utama pada pasar modal syariah juga menunjukkan perkembangannya yang signifikan. Hingga akhir tahun 2010 jumlah saham syariah mencapai 209 saham atau 50% dari jumlah saham yang tercatat dan 45 % berdasarkan kapitalisasi pasar pada pasar modal Indonesia.

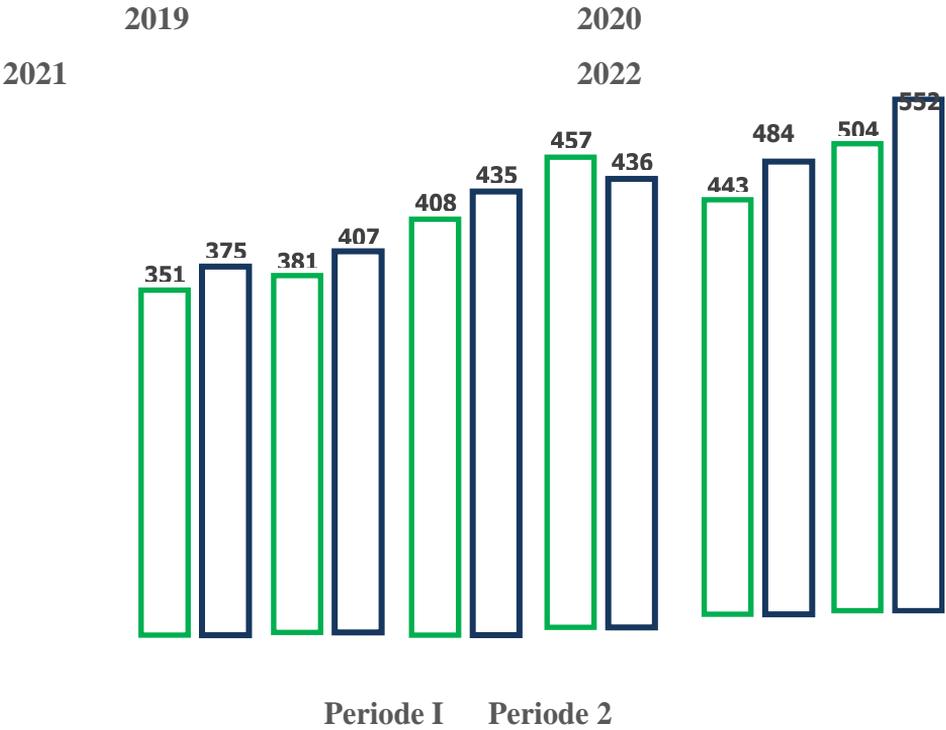
Tabel 6.1 Komposisi Saham Syariah

TAHUN	JAKARTA ISLAMIC INDEX	INDEKS SAHAM SYARIAH INDONESIA	JAKARTA IDX-ISLAMIC INDEX 70	MES BUMN 17	IDX SHARIA GROWTH
2016	2.035.18 9,92	3.170.056 ,08	-	-	
2017	2.288.01 5,67	3.704.543 ,09	-	-	
2018	2.239.50 7,78	3.666.688 ,31	2.715.851 ,74	-	
2019	2.318.56 5,69	3.744.816 ,32	2.800.001 ,49	-	
2020	2.058.77 2,65	3.344.926 ,49	2.527.421 ,72	-	
2021	2.015.19 2,24	3.983.652 ,80	2.539.123 ,39	692.735, 15	
2022	2.155.44	4.786.015	2.668.041	647.031,	1.121.66

	9,41	,74	,87	25	1,17
--	------	-----	-----	----	------

Berdasarkan Statistik-Saham-Syariah Desember 2022

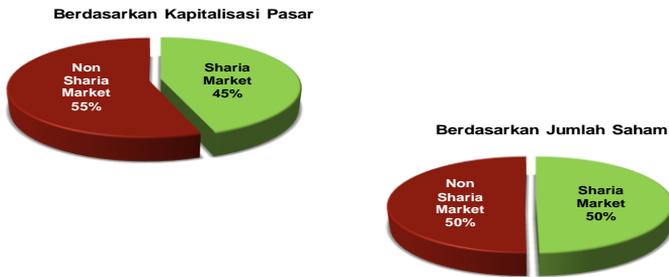
Sumber: Otoritas Jasa Keuangan



DES periode II tahun 2022 ditetapkan melalui Surat Keputusan Dewan Komisiner OJK NomorKep-81/D.04/2022 tentang Daftar Efek Syariah pada tanggal 23 November 2022 dan efektif per 1 Desember 2022.

Grafik 6.1 Perkembangan Saham Syariah

Sumber: Tauriq (2010)



Grafik 6.2 Pangsa Pasar Saham Syariah Per 3 Desember 2010

Sumber: Abdalloh (2010)



Grafik 6.3 Pangsa Pasar Saham Syariah Berdasarkan Sektor

Sumber: Abdalloh (2010)

B. Obligasi Syariah (Sukuk)

1. Definisi Sukuk

Sukuk (bentuk jamak dari kata ‘*sakk*’) digunakan oleh masyarakat Muslim pada abad pertengahan sebagai ‘kertas’ yang mewakili kewajiban yang berasal dari aktivitas perdagangan dan aktivitas komersial lainnya. Dalam konteks keuangan Islam sekarang, sukuk secara umum dapat dipahami sebagai ‘obligasi’ yang sesuai dengan syariah. Dalam bentuk sederhana sukuk menggambarkan kepemilikan dari suatu aset. Klaim atas sukuk tidak atas dasar *cash flow* tetapi klaim atas kepemilikan. Ini juga yang membedakan sukuk dari obligasi konvensional yang kemudian diproses atas *interest bearing*, sementara sukuk pada dasarnya merupakan sertifikat investasi atas klaim kepemilikan terhadap kumpulan aset.

Berdasarkan UU No. 19 Tahun 2008 tentang SBSN, Sukuk adalah surat berharga yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap asset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing. Berdasarkan Peraturan Bapepeam-LK Nomor IX. A. 13: Efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan, yang tidak terpisahkan atau tidak berbagi, atas:

- a. Kepemilikan aset berwujud tertentu;

- b. Nilai manfaat dan jasa atas asset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu; atau
- c. Kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.

Berdasarkan Fatwa DSN – MUI No. 32/DSN–MUI/IX/2002: Surat berharga syariah adalah surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang sukuk berupa bagi hasil/ margin/ *fee* serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. *Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) mendefinisikan sukuk sebagai sertifikat dari suatu nilai yang direpresentasikan setelah penutupan pendaftaran, bukti terima nilai sertifikat dan menggunakannya sesuai rencana, sama halnya dengan bagian dan kepemilikan atas aset yang *tangible*, barang, atau jasa, atau modal dari suatu proyek tertentu atau modal dari suatu aktivitas investasi tertentu.

2. Landasan Hukum Sukuk di Indonesia

Perundang-undangan dan peraturan serta fatwa terkait dengan sukuk di Indonesia, antara lain:

- a. Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 19 Tahun 2008 Tentang SBSN;
- b. Peraturan Bapepam: Peraturan Nomor IX. A. 13 tentang Penerbitan Efek Syariah;

- c. Peraturan Bapepam: Peraturan Nomor IX. A. 14 tentang Akad-akad yang digunakan dalam Penerbitan Efek Syariah;
- d. Fatwa DSN – MUI Nomor: 32/ DSN-MUI/ IX/ 2002 tentang Sukuk;
- e. Fatwa DSN – MUI Nomor: 33/ DSN-MUI/ IX/ 2002 tentang Sukuk Mudharabah;
- f. Fatwa DSN – MUI Nomor: 41/ DSN-MUI/ III/ 2004 tentang Sukuk Ijarah.

3. Jenis-Jenis Sukuk

AAOIFI, dalam Standar Syariah Mengenai Sukuk Investasi, membahas jenis-jenis sukuk sebagai berikut:

- a. Sukuk Ijarah (kepemilikan dalam aset yang disewakan): selanjutnya dibagi dalam sukuk kepemilikan atas hak pemanfaatan aset yang sudah ada, sukuk kepemilikan atas aset masa mendatang yang telah dideskripsikan, sukuk kepemilikan atas jasa dari pihak tertentu, dan sukuk kepemilikan jasa masa mendatang yang telah dideskripsikan;
- b. Sukuk Salam;
- c. Sukuk Istisna;
- d. Sukuk Murabahah;
- e. Sukuk Musyarakah: selanjutnya dibagi ke dalam sertifikat partisipasi, sukuk mudharabah, dan sukuk keagenan investasi;
- f. Sukuk Muzara'ah (*share-cropping*);

- g. Sukuk Musaqah (proyek yang melibatkan irigasi pohon buah-buahan)
- h. Sukuk Mugharasah (proyek yang melibatkan penanaman kebun).

Sukuk dapat dibedakan menjadi beberapa jenis berdasarkan bentuk syariah sebagai kontrak atau sub kontrak utama. Berdasarkan UU No. 19 Tahun 2008 Tentang SBSN, jenis-jenis sukuk yaitu:

- a. SBSN *ijarah*, yaitu SBSN yang diterbitkan berdasarkan akad *ijarah* (akad sewa menyewa atas suatu aset)
- b. SBSN *mudharabah*, yaitu SBSN yang diterbitkan berdasarkan akad *mudharabah* (akad kerjasama dimana salah satu pihak menyediakan modal (*rab al-mal*) dan pihak lainnya menyediakan tenaga dan keahlian (*mudharib*) dimana kelak keuntungannya akan dibagi berdasarkan persentase yang disepakati sebelumnya, apabila terjadi kerugian maka kerugian tersebut adalah menjadi beban dan tanggung jawab pemilik modal)
- c. SBSN *musyarakah*, yaitu SBSN yang diterbitkan berdasarkan akad *musyarakah* (akad kerjasama dalam bentuk penggabungan modal)
- d. SBSN *istisna'*, yaitu SBSN yang diterbitkan berdasarkan akad *istisna'* (akad jual beli untuk pembiayaan suatu proyek dimana cara ,jangka waktu

penyerahan barang dan harga barang ditentukan berdasarkan kesepakatan para pihak.

- e. SBSN berdasarkan akad lainnya sepanjang tidak bertentangan dengan prinsip syariah,
- f. SBSN yang diterbitkan berdasarkan kombinasi dari dua atau lebih jenis akad.

Berdasarkan jenis-jenis sukuk yang telah disebutkan tersebut berdasarkan otoritas yang mengeluarkannya, dapat disimpulkan bahwa struktur sukuk dapat berupa:

- a. Bagi hasil berdasarkan akad *mudharabah* ataupun *musyarakah*. Akad *mudharabah/musyarakah* adalah akad kerjasama dengan skema bagi hasil pendapatan atau keuntungan. Sukuk ini akan memberikan return dengan penggunaan *expected return* karena sifatnya yang floating dan tergantung pada kinerja pendapatan yang dibagihasilkan.
- b. *Margin/fee* berdasarkan akad *murabahah*, *ijarah*, *salam*, dan *istishna*.

1) Sukuk Mudharabah

Sukuk mudharabah adalah sukuk yang mewakili proyek atau aktivitas yang dikelola dengan prinsip *mudharabah* dengan menetapkan salah satu pihak sebagai sebagai *mudharib* sebagai pengelola bisnis. Berkenaan dengan Resolusi *Islamic Fiqh Council* dari OKI (Dewan *Islamic Fiqh Academy*, 2000: 61-66), hal-

hal berikut merupakan karakteristik dari sukuk *Mudharabah*:

- a) Sukuk mudharabah mewakili kepemilikan bersama dan memberikan hak ke pemiliknya suatu bagian atas proyek tertentu yang sukuk mudharabah diterbitkan atasnya;
- b) Akad (kontrak) sukuk mudharabah didasarkan pada pemberitahuan resmi atas penerbitan atau prospektus yang harus menyediakan semua informasi yang dibutuhkan oleh syariah untuk akad (kontrak) mudharabah, seperti sifat alamiah modal, rasio pendistribusian keuntungan, dan persyaratan lain yang terkait dengan penerbitan yang harus sesuai dengan syariah;
- c) Pemegang sukuk mudharabah diberi hak untuk mengalihkan kepemilikan dengan menjual sukuk di pasar modal kapan pun diinginkan. Nilai pasar sukuk mudharabah bervariasi sesuai dengan aktivitas bisnis dan keuntungan yang diharapkan dari proyek terkait. Penjualan sukuk mudharabah harus mengikuti peraturan berikut:
 - Jika modal mudharabah masih berbentuk uang sebelum beroperasinya proyek tertentu, perdagangan sukuk mudharabah akan seperti pertukaran uang untuk uang sehingga harus memenuhi peraturan *Bai' al Sarf*;

- Jika modalnya berbentuk kombinasi uang tunai, piutang, barang, aktiva/asset tetap, dan manfaat, perdagangan haruslah didasarkan pada harga pasar yang berkembang dengan kesepakatan bersama;
- d) Manajer atau *Spacial Purpose Vehicle* (SPV) yang menerima dana yang diperoleh dari pendaftar suku mudharabah dapat pula menginvestasikan dananya sendiri. Ia akan mendapatkan keuntungan atas sumbangan modal, selain bagian keuntungan sebagai mudharib;
- e) Baik prospektus maupun sukuk mudharabah seharusnya tidak mengandung jaminan, dari penerbit atau pengelola dana, atas modal atau tingkat keuntungan yang tetap, atau keuntungan yang didasarkan pada persentase tertentu dari modal. Dengan demikian,
- Prospektus atau *sukuk mudharabah* sesuai dengannya, tidak dapat menentukan pembayaran sejumlah tertentu kepada pemedang sukuk mudharabah;
 - Keuntungan akan dibagikan, seperti yang telah ditentukan dengan menetapkan peraturan syariah; yakni jumlah yang melebihi modal dan bukan pendapatan atau penghasilan; dan

- Laporan rugi/laba proyek harus diumumkan dan disebarluaskan kepada pemegang saham.
- f) Diperbolehkan menciptakan cadangan untuk peristiwa yang tidak dapat diduga sebelumnya, seperti kerugian modal, dengan mengurangi sejumlah persentase tertentu dari keuntungan untuk setiap periode akuntansi;
- g) Prospektus dapat pula mengandung perjanjian yang dibuat oleh pihak ketiga, sama sekali tidak terkait dengan pihak yang ada dalam akad (kontrak), dalam hal entitas legal atau status finansial, untuk menyumbangkan sejumlah uang tertentu, tanpa adanya manfaat balasan, guna menutupi kerugian dalam proyek asalkan komitmen yang demikian tidak bergantung pada akad (kontrak) mudharabah. Namun, tidaklah diperbolehkan bagi penerbit untuk menjamin modal mudharabah.

Dalam transaksi mudharabah, Bapepam-LK telah memberikan ketentuan dalam Peraturan Peraturan Nomor IX.A.14., meliputi:

- a) Kedua pihak yang melakukan transaksi mudharabah, pemilik dana dan pengelola dana, harus memiliki kecakapan dan kewenangan untuk melakukan perbuatan hukum, baik menurut

syariah Islam maupun peraturan perundang-undangan yang berlaku.

- b) Kedua pihak yang melakukan perjanjian mudharabah tersebut mempunyai hak-hak dan kewajiban-kewajiban masing-masing, yaitu:

Tabel 6.2 Hak dan Kewajiban Pemilik dan Pengelola Dana

No.	Pemilik Dana (<i>Shahib al-Mal</i>)	Pengelola Dana (<i>Mudharib</i>)
1.	Menerima bagian laba tertentu sesuai yang disepakati dalam Mudharabah	Menerima bagian laba tertentu sesuai yang disepakati dalam Mudharabah
2.	Meminta jaminan dari mudharib atau pihak ketiga yang dapat digunakan apabila mudharib melakukan pelanggaran atas akad Mudharabah. Jaminan tersebut dapat berupa jaminan kebendaan dan atau jaminan	Mengelola kegiatan usaha untuk tercapainya tujuan Mudharabah tanpa campur tangan <i>shahib al-mal</i> .

umum, seperti jaminan perusahaan (*corporate guarantee*) dan jaminan pribadi (*personal guarantee*)

- | | | |
|----|--|---|
| 3. | Mengawasi pelaksanaan kegiatan usaha yang dilakukan oleh mudharib | Mengelola modal yang telah diterima dari <i>shahib al-mal</i> sesuai dengan kesepakatan, dan memperhatikan syariah Islam serta kebiasaan yang berlaku |
| 4. | Menyediakan seluruh modal yang Disepakati | Menanggung seluruh kerugian usaha yang diakibatkan oleh kelalaian, kesengajaan dan atau pelanggaran mudharib atas Mudharabah, dan |
| 5. | Menanggung seluruh kerugian usaha yang tidak diakibatkan oleh kelalaian, kesengajaan | Menyatakan secara tertulis bahwa mudharib telah menerima modal dari |

dan atau pelanggaran *shahib al-mal* dan mudharib atas berjanji untuk Mudharabah, dan mengelola modal tersebut sesuai dengan kesepakatan (pernyataan qabul)

6. Menyatakan secara tertulis bahwa *shahib al-mal* menyerahkan modal kepada mudharib untuk dikelola oleh Mudharib sesuai dengan kesepakatan (pernyataan ijab)

-
- c) Persyaratan yang terkait dengan permodalan Modal yang digunakan dalam suatu transaksi mudharabah harus memenuhi ketentuan sebagai berikut:
- berupa sejumlah uang dan atau aset, baik berupa benda berwujud maupun tidak berwujud, yang dapat dinilai dengan uang

- jika modal yang diberikan dalam bentuk selain uang, maka nilai benda tersebut harus disepakati pada waktu akad
 - tidak berupa piutang atau tagihan, baik tagihan kepada mudharib maupun kepada Pihak lain, dan
 - dapat diserahkan kepada mudharib dengan cara seluruh atau sebagian pada waktu dan tempat yang telah disepakati.
- d) Mengenai kegiatan usaha yang dilakukan, ada sejumlah syarat yang harus dipatuhi, berupa:
- tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah
 - tidak dikaitkan (*muallaq*) dengan kejadian di masa depan yang belum tentu terjadi.
- e) Ketentuan mengenai pembagian keuntungan, berupa:
- keuntungan Mudharabah adalah selisih lebih dari kekayaan Mudharabah dikurangi dengan modal Mudharabah dan kewajiban kepada Pihak lain yang terkait dengan kegiatan Mudharabah
 - keuntungan Mudharabah merupakan hak shahib al-mal dan mudharib dengan besarnya bagian sesuai dengan kesepakatan

- besarnya bagian keuntungan masing-masing pihak wajib dituangkan secara tertulis dalam bentuk persentase (nisbah).

Selain harus memenuhi ketentuan-ketentuan di atas, suatu transaksi mudharabah juga harus berisi kesepakatan dalam hal periode berlakunya mudharabah, siapa yang menanggung biaya operasional, serta penunjukan pihak ketiga untuk menyelesaikan perselisihan antara kedua belah pihak.

2) Sukuk Ijarah

Dalam ekonomi konvensional, istilah ijarah dapat dipersamakan dengan *lease*. Sehingga sesuai dengan istilah tersebut ijarah terbagi menjadi dua kategori, *ijarah (operating lease)* dan *ijarah muntamhia bittamlik (capital lease)*. Berkenaan dengan transaksi ijarah Bappepam-LK telah memberikan ketentuan dalam Peraturan Nomor IX.A.14., meliputi:

- a) Persyaratan pihak yang menjadi pemberi sewa atau jasa (selanjutnya disebut *lessor*) dan penyewa atau pengguna jasa (selanjutnya disebut *lessee*).

Pihak yang dapat menjadi *lessor* dan *lessee* wajib memiliki kecakapan dan kewenangan untuk melakukan perbuatan hukum baik menurut syariah Islam maupun peraturan perundangundangan yang berlaku;

b) Hak dan kewajiban *lessor* dan *lessee*;

Dalam transaksi ijarah terdapat dua pihak utama yang terlibat yaitu *lessor* dan *lessee*. Peraturan No. IX.A.14 memberikan panduan mengenai hak dan kewajiban yang dimiliki oleh *lessor* dan *lessee* dalam suatu transaksi ijarah adalah sebagai berikut:

Tabel 6.3 Hak dan Kewajiban *Lessor* dan *Lessee*

No.	<i>Lessor</i>	<i>Lessee</i>
1.	Menerima pembayaran harga sewa atau upah (<i>ujrah</i>) sesuai dengan yang disepakati dalam Ijarah;	Memanfaatkan barang dan atau jasa sesuai yang disepakati dalam Ijarah;
2.	Menyediakan barang yang disewakan atau jasa yang diberikan;	Membayar harga sewa atau upah (<i>ujrah</i>) sesuai yang disepakati dalam Ijarah;
3.	Menanggung biaya pemeliharaan barang yang disewakan atau jasa yang diberikan;	Bertanggung jawab untuk menjaga keutuhan barang serta menggunakannya sesuai yang disepakati dalam Ijarah;
4.	Menjamin bila terdapat cacat pada	Menanggung biaya pemeliharaan

<p>barang yang disewa;</p>	<p>barang yang sifatnya ringan (tidak material) sesuai yang disepakati dalam Ijarah;</p>
<p>5. Bertanggung jawab atas kerusakan barang yang disewakan yang bukan disebabkan oleh pelanggaran dari penggunaan yang diperbolehkan atau bukan karena kelalaian lessee; dan</p>	<p>Bertanggung jawab atas kerusakan barang yang disewakan yang disebabkan oleh pelanggaran dari penggunaan yang diperbolehkan atau karena kelalaian <i>lessee</i>; dan</p>
<p>6. Menyatakan secara tertulis bahwa <i>lessor</i> menyerahkan hak penggunaan atau pemanfaatan atas suatu barang dan atau memberikan jasa yang dimilikinya kepada <i>lessee</i> (pernyataan <i>ijab</i>).</p>	<p>Menyatakan secara tertulis bahwa <i>lessee</i> menerima hak penggunaan atau pemanfaatan atas suatu barang dan atau memberikan jasa yang dimiliki <i>lessor</i> (pernyataan <i>qabul</i>).</p>

c) Persyaratan obyek ijarah;

Obyek Ijarah dapat berupa barang dan atau jasa yang memenuhi ketentuan sebagai berikut:

- manfaat barang atau jasa dapat dinilai dengan uang;
 - manfaat atas barang dan jasa dapat diserahkan kepada penyewa atau pengguna jasa;
 - manfaat barang atau jasa harus yang bersifat tidak dilarang oleh syariah Islam (tidak diharamkan);
 - manfaat barang atau jasa harus ditentukan dengan jelas; dan
 - spesifikasi barang atau jasa harus dinyatakan dengan jelas, antara lain melalui identifikasi fisik, kelaikan, dan jangka waktu pemanfaatannya.
- d) Persyaratan penetapan harga sewa atau upah (*ujrah*);

Penetapan harga sewa atau upah (*ujrah*) wajib memenuhi ketentuan sebagai berikut:

- besarnya harga sewa atau upah (*ujrah*) dan cara pembayarannya ditetapkan secara tertulis dalam Ijarah; dan
- alat pembayaran harga sewa atau upah adalah uang atau bentuk lain termasuk jasa (manfaat lain) dari jenis yang sama dengan barang atau jasa yang menjadi obyek dalam Ijarah.

- e) Ketentuan lainnya, meliputi antara lain:
- para pihak dapat menentukan harga sewa atau upah untuk periode waktu tertentu dan mininjau kembali harga sewa atau upah yang berlaku untuk periode berikutnya; dan
 - penunjukkan Pihak lain untuk menyelesaikan perselisihan antara *lessor* dan *lessee*.

Jenis-jenis sukuk berikut dapat diterbitkan berdasarkan konsep ijarah: (AAIOFI, 2004 dalam Ayub, 2009: 612-613)

- a) Sukuk kepemilikan atas aset yang disewakan. Sukuk ini memiliki nilai seimbang baik yang ditawarkan baik pemilik aset yang disewakan maupun aset yang akan disewakan (dengan pemberian janji), atau oleh agen finansial dengan tujuan menutup nilai aset terkait melalui pendaftaran atas sukuk tersebut. Pendaftar adalah pembeli aset tersebut. Pemegang sukuk menjadi pemilik aset secara bersama-sama beserta dengan semua manfaat dan risikonya;
- b) Sukuk kepemilikan hak pemanfaatan atas aset. Sukuk yang demikian beragam jenis yang mencakup hal berikut:
- Sukuk kepemilikan hak pemanfaatan atas aset yang telah ada. Sukuk ini adalah dokumen dengan nilai seimbang yang diterbitkan baik oleh

pemilik hak pemanfaatan asset yang telah ada maupun pihak perantara finansial atas nama pemilik. Dana yang termobilisasi dari pendaftaran adalah pembelian atas harga dari hak pemanfaatan tersebut dan pemegang sukuk menjadi pemilik hak pemanfaatan asset beserta semua resiko dan keuntungannya. Diperbolehkan pula memperdagangkan sukuk kepemilikan dari hak pemanfaatan atas asset berwujud sebelum kontrak (akad) subpenyewaan atas asset yang dimaksud. Ketika asset disewakan kembali, sukuknya akan mewakili uang sewa yang akan diterima menjadikannya sertifikat utang. Oleh sebab itu, dalam kasus ini, sukuknya harus mengikuti peraturan dan kebutuhan utang. Diperbolehkan bagi penerbit untuk mencairkan, baik pada harga pasar maupun pada harga yang telah disetujui pada saat pembelian sukuk kepemilikan hak pemanfaatan asset berwujud dari pemegang sukuk, setelah pengalokasian sukuk dan pembayaran jumlah dana yang terkumpul.

- Sukuk kepemilikan hak pemanfaatan yang tersedia di masa yang akan datang yang telah dideskripsikan. Sukuk ini adalah dokumen dengan nilai seimbang yang diterbitkan untuk

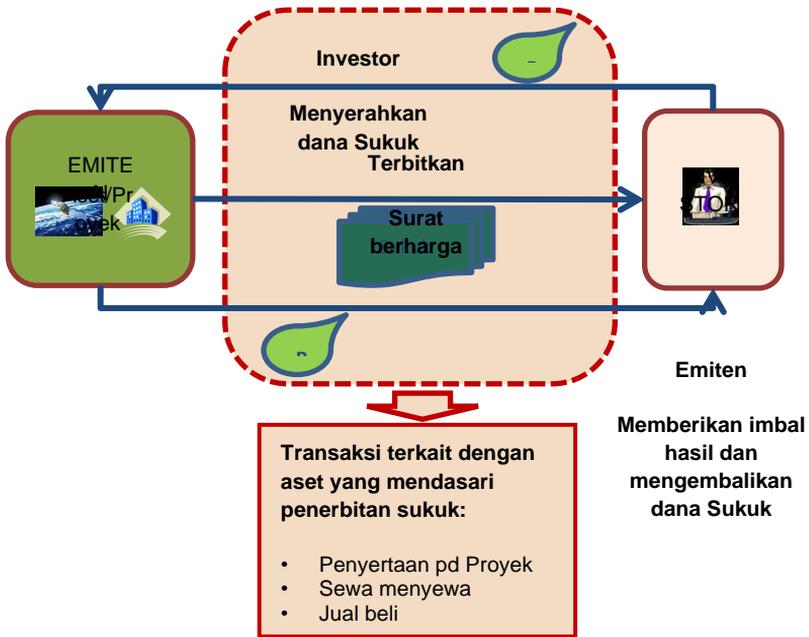
kepentingan penyewaan asset yang harus disediakan oleh pihak yang menyediakan penyewaan di masa yang akan datang, di mana uang sewanya diambil dari pendapatan pendaftaran sukuk, yang pemegang sertifikatnya menjadi pemilik hak pemanfaatan atas asset di masa mendatang. Pendaftar sukuk adalah pembeli hak pemanfaatan atas asset dan akan menanggung resiko serta mendapatkan imbalan. Sukuk yang demikian dapat diperdagangkan setelah asetnya diidentifikasi. Tidak diperbolehkan menyewakan kembali atau memperdagangkan hak pemanfaatan atas asset sebelum diidentifikasinya asset terkait, yang dalam kasus ini perdagangannya harus dilakukan sejalan dengan peraturan pertukaran valuta.

- Sukuk kepemilikan jasa dari pemasok spesifik. Sukuk tersebut adalah dokumen dengan nilai seimbang yang diterbitkan untuk kepentingan penyediaan ataupun penjualan jasa melalui pemasok spesifik (seperti program pendidikan pada universitas tertentu) dan perolehan nilai dalam bentuk pendapatan pada saat pendaftaran, di mana pemegang sukuk menjadi pemilik jasa tersebut.

- Sukuk kepemilikan jasa yang akan tersedia di masa mendatang yang telah dideskripsikan. Sukuk tersebut adalah dokumen dengan nilai seimbang untuk kepentingan penyediaan atau penjualan jasa melalui pemasok yang belum ada dengan deskripsi subjek (seperti program pendidikan dengan kualitas tertentu, jadwal, durasi, dan sebagainya tanpa menyebutkan instansi pendidikan penyedia) dan perolehan nilai dalam bentuk pendapatan pada saat pendaftaran, yang mana pemegang sukuk tersebut menjadi pemilik jasa tersebut.

4. Struktur Penerbitan Sukuk Mudharabah dan Ijarah di Indonesia

Penerbitan sukuk akan memberikan manfaat bagi investor, emiten, dan pasar modal. Selain itu, permintaan penerbitan sukuk akan semakin meningkat seiring dengan berkembangnya lembaga keuangan syariah dan semakin meningkatnya kesadaran masyarakat atau investor terhadap nilai-nilai syariah sebagai alternatif dalam era globalisasi. Secara umum pembiayaan melalui penerbitan sukuk di pasar modal dapat dilihat pada gambar berikut:



Gambar 6.1 Pembiayaan Malalui Penerbitan Sukuk

Sumber: Tauriq (2010)



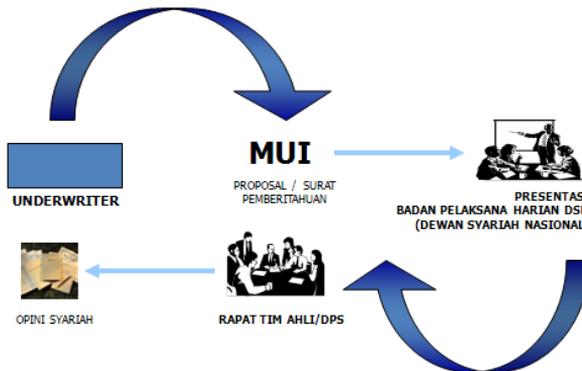
Gambar 6.2 Proses Penerbitan Sukuk

Sumber: Huda dan Nasution (2008: 90)

Berdasarkan gambar 6.2 tersebut maka dapat dijelaskan langkah-langkah umum untuk penerbitan sukuk sebagai berikut:

- a. Emiten menyerahkan dokumen yang diperlukan untuk penerbitan sukuk kepada *underwriter* (wakil dari emiten);
- b. *Underwriter* melakukan penawaran kepada investor;
- c. Bila investor tertarik, maka akan menyerahkan dananya kepada emiten melalui *underwriter*;
- d. Emiten akan membayar bagi hasil dan pembayaran pokok kepada investor.

Pada sukuk, selain proses di atas, maka sebelumnya harus dilakukan pula opini syariahnya, yang dilakukan oleh DSN-MUI dengan tahapan seperti pada gambar 6.3 dan 6.4 (untuk penerbitan sukuk korporasi) dibawah ini:



Gambar 6.3 Proses Fatwa/Opini Syariah

Sumber: Huda dan Nasution (2008: 91)

Berdasarkan gambar 6.3 dapat dijelaskan proses opini syariah, sebagai berikut:

- a. Emiten melalui underwriter menyerahkan proposal atau surat pemberitahuan penerbitan obligasi syariah kepada MUI;
- b. Persentasi proposal dilakukan di Badan Pelaksana Harian DSN;
- c. DSN mengadakan rapat dengan tim ahli DSN, hasil rapat akan menyatakan opini syariah terkait proposal yang diajukan.

Berkaitan dengan penerbitan sukuk dalam Peraturan Nomor IX.A.13 dapat dijelaskan sebagai berikut:

- a. Sepanjang tidak diatur lain dalam peraturan ini, emiten yang melakukan penawaran umum sukuk wajib:
 - 1) Mengikuti ketentuan Peraturan Nomor IX.A.1 tentang ketentuan umum pengajuan pernyataan pendaftaran serta ketentuan tentang penawaran umum yang terkait lainnya;
 - 2) Menyampaikan kepada Bapepam dan LK hasil pemerinkatan dan perjanjian perwalimanan sukuk serta akad syariah yang terkait dengan penerbitan sukuk dimaksud;
 - 3) Menyampaikan kepada Bapepam dan LK pernyataan pernyataan bahwa kegaitan usaha yang

mendasari penerbitan sukuk tidak bertentangan dengan ketentuan angka 2 huruf a peraturan ini, dan menjamin bahwa selama periode sukuk kegiatan usaha yang mendasari penerbitan sukuk tidak akan bertentangan dengan ketentuan angka 2 huruf a peraturan ini;

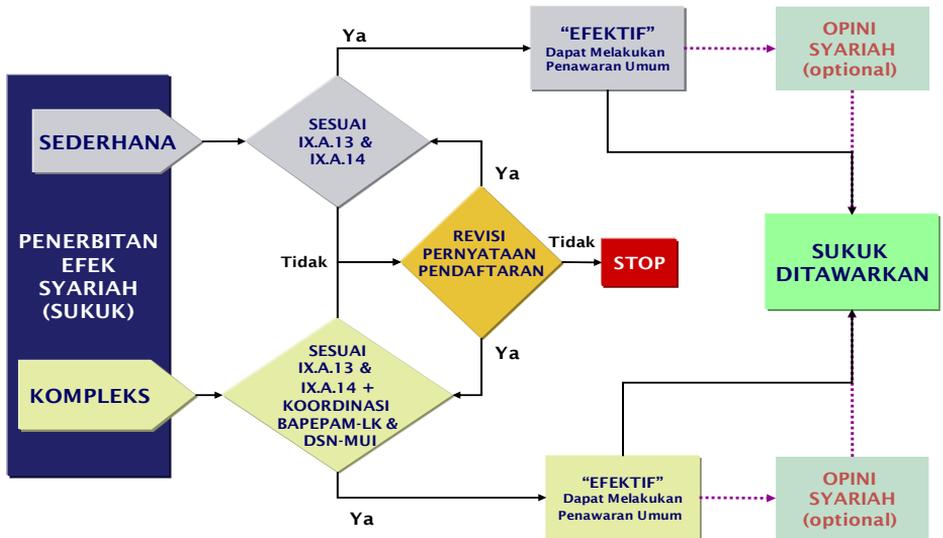
- 4) Menyampaikan pernyataan dari wali amanat sukuk bahwa wali amanat sukuk mempunyai penanggung jawab atas pelaksanaan kegiatan perwaliamanatan yang mengerti kegiatan-kegiatan yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal; dan
- 5) Mengungkapkan informasi dalam prospektus yang sekurang-kurangnya meliputi;
 - a) Kegiatan usaha yang mendasari penerbitan sukuk tidak bertentangan dengan ketentuan angka 2 huruf a peraturan ini, dan emiten menjamin bahwa selama periode sukuk kegiatan usaha yang mendasari penerbitan sukuk tidak akan bertentangan dengan angka 2 huruf a peraturan ini;
 - b) Wali amanat sukuk mempunyai penanggung jawab atas pelaksanaan kegiatan perwalimanatan yang mengerti kegiatan-kegiatan yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal;

- c) Jenis akad syariah dan skema transaksi syariah yang digunakan dalam penerbitan sukuk;
 - d) Ringkasan akad syariah atau perjanjian berdasarkan syariah yang dilakukan oleh para pihak;
 - e) Sumber pendapatan yang menjadi dasar perhitungan pembayaran bagi hasil, margin, atau *fee*;
 - f) Besaran nisbah pembayaran bagi hasil, margin, atau *fee*;
 - g) Rencana jadwal dan tata cara pembagian dan atau pembayaran bagi hasil, margin, atau *fee*; dan
 - h) Kesanggupan emiten untuk mengungkapkan kepada masyarakat hasil pemeringkat sukuk setiap tahun sampai dengan berakhirnya sukuk.
- b. Perjanjian perwalimanan penerbitan sukuk wajib sekurang-kurangnya memuat:
- 1) Uraian tentang akad syariah yang mendasari diterbitkannya sukuk;
 - 2) Penggunaan dana hasil penerbitan sukuk sesuai dengan karakteristik akad syariah;

- 3) Sumber dana yang digunakan untuk melakukan pembayaran bagi hasil sesuai dengan karakteristik akad syariah;
- 4) Besaran nisbah pembayaran bagi hasil, margin, atau *fee*;
- 5) Rencana jadwal dan tata cara pembagian dan atau pembayaran bagi hasil, margin, atau *fee*;
- 6) Kewajiban wali amanat untuk mengambil segala tindakan yang diperlukan dalam rangka memastikan kepatuhan emiten terhadap prinsip-prinsip syariah di pasar modal;
- 7) Tindakan yang harus dilakukan dalam hal emiten akan mengubah jenis akad syariah, isi akad syariah, kegiatan usaha dan atau aset tertentu yang mendasari penerbitan sukuk;
- 8) Perubahan jenis akad syariah, isi akad syariah, kegiatan usaha dan atau aset tertentu yang mendasari penerbitan sukuk wajib terlebih dahulu disetujui oleh Rapat Umum Pemegang Sukuk (RUP Sukuk);
- 9) Mekanisme pemenuhan hak pemegang sukuk yang tidak disetujui terhadap perubahan dimaksud;
- 10) Ketentuan yang menyebutkan bahwa pelanggaran terhadap ketentuan angka 7), angka 8), dan angka 9) di atas dapat dijadikan alasan

untuk menyatakan bahwa emiten gagal dalam memenuhi kewajibannya; dan

- 11) Mekanisme penanganan dalam hal terjadi memenuhi kewajiban.
- c. Dalam hal terjadi perubahan jenis akad syariah, isi akad syariah, kegiatan usaha dan atau aset tertentu yang mendasari penerbitan sukuk sehingga bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal, maka sukuk tersebut menjadi batal demi hukum (*fasakh*) dan emiten wajib menyelesaikan seluruh kewajibannya kepada pemegang sukuk.
 - d. Emiten dan wali amanat wajib melaksanakan seluruh ketentuan yang diatur dalam perjanjian perwaliamentan.
 - e. Emiten wajib menggunakan dana hasil penawaran umum sukuk untuk membiayai kegiatan atau investasi yang tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal.
 - f. Sukuk dapat diperdagangkan di pasar sekunder apabila terpenuhi hal-hal sebagai berikut:
 - 1) Seluruh dana hasil penawaran umum sukuk telah diterima emiten; dan
 - 2) Dana yang diterima sudah mulai digunakan sesuai dengan tujuan penerbitan sukuk.



Gambar 6.4 Skema Penerbitan Sukuk Korporasi

Sumber: Tauriq (2010)

a. Sukuk Mudharabah

Pada dasarnya dalam akad mudharabah terdapat dua metode perhitungan bagi hasil, yaitu metode bagi pendapatan (*revenue sharing*) dan metode bagi laba (*profit sharing*) Bagi pendapatan, dihitung dari total pendapatan pengelolaan mudharabah sedangkan bagi laba, dihitung dari pendapatan setelah dikurangi beban yang berkaitan dengan pengelolaan dana mudharabah.

Dua metode bagi hasil tersebut umumnya juga digunakan dalam pola bagi hasil penerbitan obligasi syariah atau sukuk di pasar modal Indonesia. Namun

demikian ada beberapa variasi dalam pola bagi hasil pendapatan atau bagi hasil laba pada penerbitan obligasi syariah atau sukuk yang telah ada. Sampai dengan saat ini, telah diterbitkan 8 obligasi syariah atau sukuk dengan akad mudharabah sebagai berikut:

- 1) Obligasi Syariah Mudharabah Indosat tahun 2002
- 2) Obligasi Syariah Mudharabah Berlian Laju Tangker tahun 2003
- 3) Obligasi Syariah Mudharabah Bank Bukopin tahun 2003
- 4) Obligasi Syariah Subordinasi Bank Muamalat tahun 2003
- 5) Obligasi Syariah Mudharabah Ciliandra Perkasa tahun 2003
- 6) Obligasi syariah Mudharabah Bank Syariah Mandiri tahun 2003
- 7) Obligasi Syariah Mudharabah PTPN VII tahun 2004
- 8) Sukuk Mudharabah Ahi Karya tahun 2007

Variasi dari pola bagi hasil dari obligasi syariah atau sukuk yang telah diterbitkan tersebut sebagai berikut:

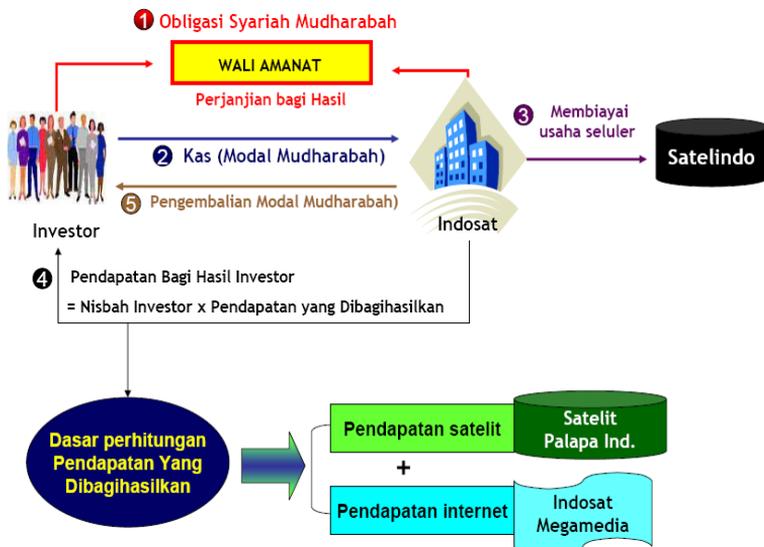
Tabel 6.4 Variasi Bagi Hasil Sukuk Mudharabah

No.	Sumber Pendapatan	Nama Efek	Remark
1.	Beberapa Kegiatan / Usaha Entitas	Obligasi Syariah Mudharabah Indosat 2002	1. Pendapatan Usaha Satelit 2. Pendapatan Usaha Internet
		Obligasi Syariah Mudharabah Ciliandra Perkasa 2003	1. Pendapatan penjualan komoditas Tandan Buah Segar 2. Pendapatan penjualan Crude Palm Oil
		Obligasi Syariah Mudharabah PTPN VII 2004	1. Pendapatan penjualan kelapa sawit dikurangi biaya tanaman dan biaya pembelian bahan baku komoditas tsb 2. Pendapatan penjualan karet dikurangi biaya tanaman dan biaya pembelian bahan

			baku komoditas tsb
2.	Kegiatan / Usaha Tertentu Entitas	Obligasi Syariah Mudharabah BLTA 2003	Pendapatan Usaha Kapal Tanker MT Gandini
		Obligasi Syariah Mudharabah Bank Bukopin 2003	Pendapatan Usaha Unit Usaha Syariah Bank Bukopin
		Obligasi Syariah Bank Syariah Mandiri 2003	Pendapatan Operasi Utama (Pendapatan Bank dari Penyaluran Dana khusus pembiayaan Murabahah/ Marjin Pembiayaan Murabahah
		Sukuk Mudharabah I Adhi 2007	Laba kotor setelah proyek kerjasama atas penjualan usaha jasa konstruksi satu atau lebih proyek

3.	Keseluruhan Usaha Entitas	Obligasi Syariah I Subordinasi Bank Muamalat tahun 2003	Pendapatan Operasi Utama (Pendapatan Bank dari Penyaluran Dana/ Marjin Pembiayaan)
----	---------------------------	---	--

Berikut contoh skema sukuk mudharabah PT Indosat Tbk. 2002



Gambar 6.5 Penerbitan Sukuk Mudharabah PT Indosat Tbk. 2002

Adapun penjelasan dari skema penerbitan sukuk mudharabah PT Indosat Tbk. 2002, adalah sebagai berikut:

- 1) PT Indosat Tbk menerbitkan obligasi syariah pada tanggal 6 November 2002 sebesar Rp 175 miliar dengan tujuan

untuk mengumpulkan dana yang akan digunakan untuk mengganti sebagian dana internal yang telah digunakan untuk pengembangan bidang usaha seluler Indosat melalui akuisisi anak perusahaan (Satelindo). Obligasi syariah yang diterbitkan menggunakan prinsip mudharabah dimana pada prospektus sudah dicantumkan besarnya nisbah antara investor (*shahib al-mal*) dengan Indosat (*mudharib*) serta ketentuan lainnya seperti *maturity* (5 tahun), jadwal dan tata cara pembayaran bagi hasil, dan sebagainya.

- 2) Investor membeli obligasi syariah yang diterbitkan PT Indosat Tbk. Pembayaran atas pembelian obligasi syariah oleh investor adalah merupakan modal investor (*shahib al-mal*) dalam akad mudharabah untuk pengembangan kegiatan usaha Emiten.
- 3) PT Indosat Tbk. dalam akad mudharabah ini berperan sebagai pengelola usaha (*mudharib*) menggunakan modal investor yang terkumpul untuk membiayai usahanya, yaitu mengganti sebagian dana internal PT Indosat Tbk. yang telah digunakan untuk pengembangan bidang usaha seluler melalui akuisisi anak perusahaan (Satelindo) yang sudah dilakukan.
- 4) Pola bagi hasil yang disepakati adalah perkalian nisbah pemegang obligasi syariah dengan pendapatan yang dibagikan. Dasar perhitungan pendapatan yang dibagikan dibuat dengan merujuk kepada pendapatan

PT Satelit Palapa Indonesia dari pengoperasian satelit dan pendapatan PT Indosat Mega Media dari internet, sebagai anak-anak perusahaan PT Indosat Tbk. Pendapatan yang dihasilkan tersebut berasal dari pendapatan PT Indosat Tbk., bukan pendapatan langsung PT Satelit Palapa Indonesia dan PT Indosat Mega Media. Sesuai dengan pola bagi hasil yang disepakati, dilakukan distribusi bagi hasil antara investor (*shahib al-mal*) dan PT Indosat Tbk. (*mudharib*) sesuai dengan nisbah yang telah disepakati di awal. Distribusi bagi hasil ini dapat dilakukan secara periodik, yaitu 3 (tiga) bulan.

- 5) Pada saat jatuh tempo (*maturity*), yaitu pada tanggal 6 November 2007, Indosat mengembalikan modal kepada investor sebesar Rp 175 miliar.

b. Sukuk Ijarah

Regulasi yang mengatur tentang sukuk dan ijarah adalah Peraturan Nomor IX.A.13 dan IX.A.14 dikeluarkan Bapepam dan LK pada bulan Nopember 2006. Walaupun demikian, tercatat beberapa emiten telah melaksanakan penerbitan sukuk ijarah sebelum diterbitkannya peraturan-peraturan tersebut.

Di Indonesia dasar yang digunakan dalam menerapkan sukuk (sebelumnya dikenal dengan obligasi syariah) adalah *Manafi wa Hiya Anwa'* sedangkan yang umum di negara-negara lain adalah Ijarah Mumtahiya Bit Tamlik. Terkait dengan dasar yang digunakan tersebut,

tujuan dari transaksi ijarah di Indonesia adalah melakukan transaksi lease atau lease kemudian sublease. Sedangkan dasar yang digunakan dinegara-negara lain bertujuan untuk menjual aset (kepada SPV) kemudian melakukan lease atas aset tersebut dengan memberikan opsi apakah pada akhir masa sukuk aset *underlying* ijarah beralih kepemilikannya.

Dalam AAOIFI terdapat tiga jenis skema transaksi sukuk ijarah. Pembagian kategori tersebut dapat didasarkan pada obyek yang ditransaksikan, yaitu:

- 1) Transfer kepemilikan atas aset yang telah tersedia;
- 2) Transfer manfaat (*usfruct*) atas aset yang telah tersedia dan
- 3) Transfer kepemilikan atas aset tertentu yang akan dimiliki.

Dalam praktik, yang lazim digunakan adalah sukuk ijarah no. 1 dan 2. Alasan utama yang mendasarinya adalah, transaksi jenis 1 dan 2 lebih diminati oleh investor mengingat *underlying* asetnya telah tersedia. Hal ini akan lebih memberikan kepastian hukum dibandingkan dengan sukuk ijarah no.3. Dengan mempertimbangkan kelaziman dalam praktik, maka kajian ini memfokuskan kepada skema sukuk no 1 dan 2.

Berikut ini disajikan mengenai skema transfer kepemilikan atas asset yang telah tersedia. Pada saat perusahaan merencanakan untuk menerbitkan sukuk

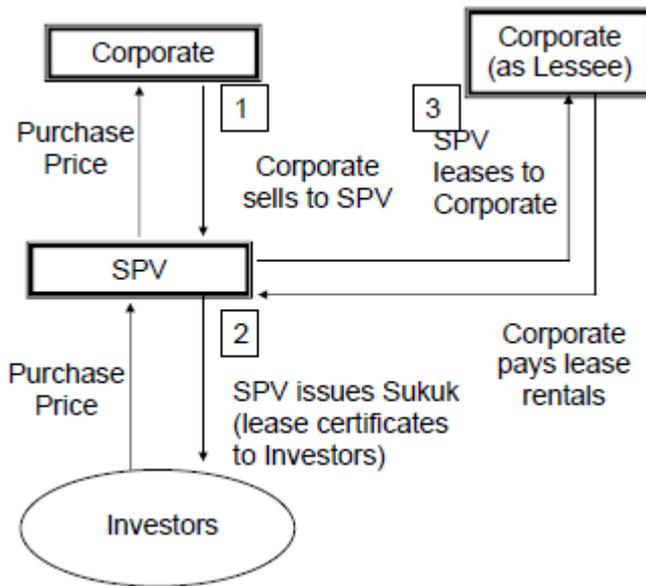
ijarah, perusahaan terlebih dahulu menetapkan asset yang akan di-ijarah-kan. Kemudian, perusahaan mendirikan suatu *Special Purpose Vehicle/Company* (SPV/C selanjutnya disebut dengan SPV). SPV merupakan *paper company* yang didirikan semata-mata untuk kepentingan perusahaan khususnya dalam penerbitan sukuk ijarah. Setelah sukuk ijarah jatuh tempo, maka SPV ini akan dibubarkan. SPV bukan merupakan badan hukum seperti halnya perusahaan, oleh karena itu SPV bukan merupakan subyek pajak.

Setelah SPV terbentuk, perusahaan menjual aset yang menjadi *underlying* ijarah kepada SPV, hal ini ditandai dengan akad Al-bai', yaitu jual-beli antara perusahaan selaku penerbit sukuk ijarah dan SPV selaku wakil dari para investor pemegang sertifikat sukuk ijarah. Pada saat yang sama SPV menjual sertifikat sukuk kepada investor sebagai bukti bahwa investor merupakan pemilik dari *underlying* aset ijarah, hal ini ditandai dengan akad Wakalah, yaitu perwalian SPV atas investor pemegang sertifikat sukuk ijarah. Dana yang diperoleh dari investor secara langsung diteruskan oleh SPV kepada perusahaan. Dengan demikian, maka telah terjadi perpindahan kepemilikan *underlying* aset ijarah dari perusahaan kepada investor melalui SPV. Dilain pihak, perusahaan telah menerima secara *lumpsum* pembayaran dari investor atas penerbitan sertifikat sukuk ijarah.

Selanjutnya, SPV selaku wakil dari investor, menandatangani akad Ijarah dengan perusahaan. Dalam akad itu disepakati bahwa SPV selaku wakil dari pemilik aset menyewakan aset kepada perusahaan. Dengan kata lain, SPV berperan sebagai *lessor* sedangkan perusahaan berperan sebagai *lessee*. Sebagai *lessee*, perusahaan berhak untuk menggunakan aset yang di-ijarah-kan tersebut dan berkewajiban untuk membayar ijarah atas penggunaan aset kepada *lessor*. Pembayaran oleh perusahaan dilakukan kepada SPV dan langsung diteruskan (*passthrough*) kepada investor. Pembayaran tersebut merupakan kupon ijarah yang besarnya ditentukan secara tetap. Pembayaran ini didasarkan atas *benchmark* tertentu sebagai contoh 2% + LIBOR. Penggunaan *benchmark* ini barang kali menimbulkan pertanyaan mengapa syariah menggunakan tingkat bunga sebagai *benchmark*, padahal bunga dilarang dalam prinsip syariah. Untuk menjawab hal ini, maka harus dibedakan antara fungsi bunga sebagai *benchmark* dan riba. Fungsi sebagai *benchmark*, tingkat bunga dimaksudkan untuk memberikan pedoman yang populer mengenai suatu tingkat bagi hasil. Dengan demikian maka, kesalahpahaman (*gharar*) antara *lessor* dan *lessee* akibat penggunaan *benchmark* yang tidak populer dapat dihindari. Dilain pihak, penggunaan tingkat bunga sebagai riba, merupakan mekanisme yang dilarang dalam syariah.

Riba merupakan praktik bunga majemuk, yaitu pembebanan bunga tetap akan berjalan sekalipun debitur sudah tidak mampu melunasi pinjamannya. Hal tersebut tidak sejalan dengan prinsip syariah yang menjunjung tinggi nilai kebersamaan dalam memperoleh manfaat (*sharing economics*) sehingga seseorang tidak boleh mendapat keuntungan di atas kerugian orang lain.

Penghasilan yang diperoleh SPV tidak dikenakan pajak penghasilan karena SPV bukan merupakan subyek pajak. Pajak tersebut dikenakan final kepada investor yang memperoleh pendapatan ijarah. Skema sukuk ijarah semacam ini dijumpai diberbagai negara seperti: Bahrain, Malaysia, Qatar & Pakistan.



Gambar 6.6 Sukuk Ijarah Transfer Kepemilikan Aset

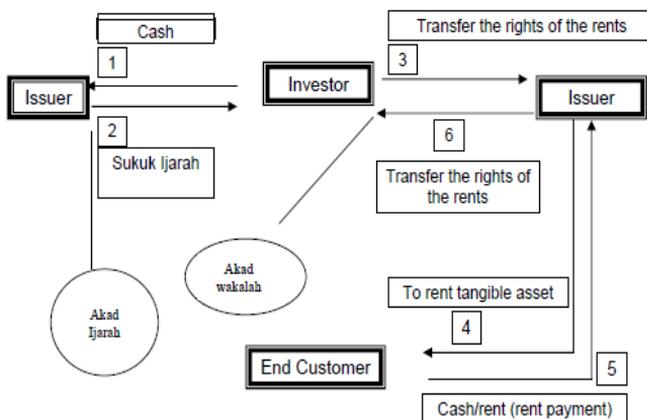
Berikut ini disajikan mengenai skema transfer manfaat atas aset yang telah tersedia. Pada saat perusahaan merencanakan untuk menerbitkan sukuk ijarah, perusahaan terlebih dahulu menetapkan aset yang akan diijarah-kan. Kemudian, perusahaan menjual manfaat aset kepada investor. Atas transfer ini, perusahaan memperoleh pembayaran *lumpsum* dari investor dan sebaliknya investor memperoleh sertifikat sukuk ijarah. Pada tahap ini, perusahaan dan investor menandatangani akad Ijarah, yang memposisikan perusahaan menjadi *lessee* dan investor menjadi *lessor*.

Selanjutnya, investor dan perusahaan menandatangani akad Wakalah, yang berisi bahwa investor memberikan kuasa kepada perusahaan atas manfaat aset *underlying* ijarah. Kuasa tersebut, digunakan oleh perusahaan untuk mencari *end customer* yang bermaksud untuk menyewa aset *underlying* ijarah. Hal ini dilakukan karena perusahaan memiliki pengetahuan yang lebih baik dibandingkan investor terhadap industrinya.

Setelah menemukan *end customer*, perusahaan mentransfer manfaat aset *underlying* ijarah. Dalam tahap ini seakan-akan peranan perusahaan adalah sebagai *lessor* mewakili investor dan *end customer* adalah sebagai *lessee*. *End customer* berkewajiban membayar penggunaan aset *underlying* ijarah. Pembayaran ini

merupakan sumber kupon ijarah yang akan dibayarkan perusahaan selaku *lessee* kepada investor selaku *lessor*.

Skema sukuk ijarah semacam ini dijumpai di Indonesia khususnya transaksi sukuk ijarah PT Berlian Laju Tanker (BLT) Tbk. PT BLT Tbk menerbitkan sukuk ijarah untuk mentransfer manfaat kapal tanker kepada investor. Kemudian PT BLT Tbk membantu investor untuk mencari *end customer* yang berminat untuk menyewa kapal tanker PT BLT Tbk tersebut. Dari transaksi dengan *end customer* tersebut, PT BLT Tbk memperoleh secara berkala, *fee* sewa yang diteruskan kepada investor sebagai kupon ijarah. Skema ini berbeda dengan skema pertama baik dalam hal obyek yang ditransfer maupun keberadaan SPV. Pada skema ini tidak digunakan SPV karena konsep SPV tidak dikenal dalam rezim hukum di Indonesia.



Gambar 6.7 Sukuk Ijarah Transfer Manfaat Aset

Berikut ini disajikan mengenai variasi dari skema transfer manfaat atas aset yang telah tersedia, yaitu dengan sublease. Skema ini diawali dengan penerbitan sertifikat sukuk ijarah oleh *issue* (selanjutnya disebut perusahaan). Atas penerbitan sertifikat tersebut perusahaan menerima kas yang dibayarkan oleh investor. Pada tahap ini, perusahaan dan investor menandatangani akad Wakalah. Akad ini memberikan kuasa kepada perusahaan untuk mewakili investor sebagai *lessee* atas transaksi ijarah yang akan dilakukan pada tahap berikutnya. Selanjutnya, dana hasil penerbitan sukuk ijarah digunakan perusahaan untuk memperoleh manfaat atas suatu aset *underlying* ijarah yang dimiliki oleh *owner*. Pada tahap ini perusahaan dan *owner* menandatangani akad ijarah dimana perusahaan berperan sebagai *lessee* mewakili investor dan *owner* sebagai *lessor*.

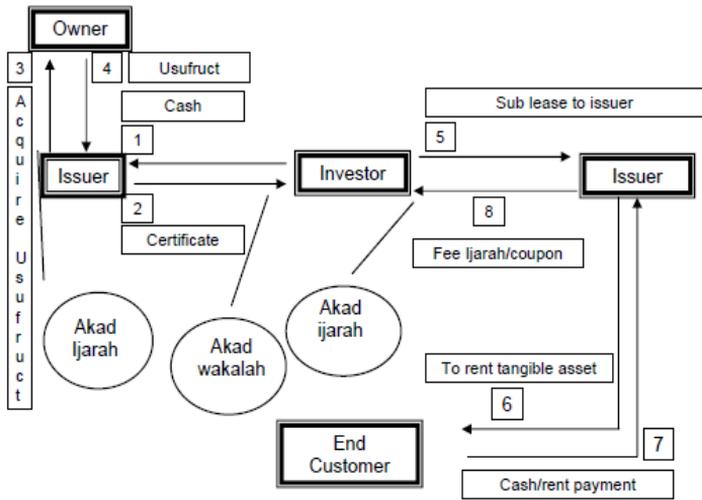
Kemudian, investor selaku *lessee* dalam transaksi dengan *owner* menyewakan manfaat atas aset *underlying* ijarah kepada perusahaan. Dengan kata lain, peranan investor berubah dari *lessee* menjadi *lessor*. Pada tahap ini perusahaan dan investor menandatangani akad ijarah atas transaksi sublease.

Pada tahap selanjutnya, perusahaan akan mencari *end customer* untuk menyewakan aset *underlying* ijarah. Dalam transaksi ini *end customer* membayar sewa. Pembayaran ini merupakan sumber dari kupon ijarah dan

akan diteruskan oleh perusahaan kepada investor selaku *lessor*.

Skema sukuk ijarah semacam ini dijumpai di Indonesia khususnya transaksi sukuk ijarah PT Matahari Putra Prima (MPP) Tbk. PT MPP Tbk menerbitkan sukuk ijarah untuk mendanai perolehan manfaat atas gedung Chitos. Pada transaksi ini PT MPP Tbk menandatangani akad Wakalah dengan investor. Akad tersebut berisi bahwa PT MPP Tbk bertindak mewakili investor untuk menyewa gedung Chitos. Setelah memperoleh dana tersebut PT MPP Tbk melakukan transaksi ijarah dengan pengelola gedung Chitos, dimana Chitos bertindak sebagai *lessor* dan PT MPP Tbk mewakili investor bertindak sebagai *lessee*.

PT MPP Tbk memiliki pengetahuan yang lebih baik dibandingkan investor dalam hal pengelolaan gedung Chitos. Oleh karena itu, investor melakukan transaksi sublease dengan PT MPP Tbk. Dalam transaksi ini PT MPP Tbk tidak seluruhnya menggunakan ruangan di gedung Chitos, akan tetapi menyewakan sebagian ruangan tersebut. Atas transaksi sublease tersebut, PT MPP Tbk membayar kupon ijarah kepada investor yang diperoleh pembayaran sewa dari *end customer*.



Gambar 6.8 Sukuk Ijarah Transfer Manfaat Aset dengan Sublease

Dari ketiga skema sukuk ijarah di atas, pembayaran ijarah yang diterima dari investor merupakan jumlah *lumpsum*. Dalam transaksi konvensional jumlah ini dapat dipersamakan dengan pokok obligasi. Sedangkan pembayaran berkala yang dilakukan oleh *lessee* kepada *lessor* pada saat jangka waktu sukuk ijarah dapat diidentikkan dengan bunga obligasi. Jumlah *lumpsum* yang diterima oleh perusahaan pada awal periode sukuk, akan dilunasi oleh perusahaan kepada investor pada saat sukuk ijarah jatuh tempo. Hal ini disertai dengan adanya pengembalian kepemilikan atau manfaat aset *underlying* ijarah kepada perusahaan selaku penerbit sertifikat sukuk ijarah.

5. Penerbitan Obligasi Daerah Syariah

Berdasarkan pada pembahasan sebelumnya, fakta telah menunjukkan bahwa indeks pertumbuhan dan daya saing Indonesia lebih rendah dibandingkan dengan negara-negara ASEAN lain. Indonesia menempati urutan ke-54 dari 143 negara di dunia dan lebih rendah dibandingkan Singapura, Malaysia, dan Thailand. Berdasarkan data The Global Competitive Report, GCI (*growth competitiveness index*) Indonesia 4,26 pada tahun 2009-2010. Menurut Syahril Loetan (Sekretaris Menteri Perencanaan Pembangunan Nasional) mengatakan bahwa persoalan utama yang menghambat daya saing adalah ketersediaan infrastruktur daerah. Kemudian juga Syahril menambahkan bahwa, pembangunan infrastruktur diperlukan untuk mewujudkan pemerataan, menurunkan kemiskinan, dan meningkatkan kualitas hidup. (Kompas, 15/11/2010)

Menurut Purwoko (2005), pemerintah sadar bahwa infrastruktur merupakan aset yang sangat diperlukan dalam rangka peningkatan pertumbuhan ekonomi. Kwik Kian Gie sewaktu menjabat sebagai Ketua Bappenas memprediksi bahwa untuk menghasilkan pertumbuhan ekonomi rata-rata 6% untuk tahun 2004-2009, diperlukan Rp613,2 triliun (US\$72,2 miliar) untuk membangun infrastruktur. Untuk keperluan tersebut, pemerintah diprediksi hanya mampu menyediakan dana

sebesar US\$40,8 miliar. Sedangkan sisanya, yakni sebesar US\$31,4 miliar diharapkan akan dapat dipenuhi dari pihak swasta. Sementara itu, Raden Pardede selaku ketua tim pembiayaan infrastruktur di pemerintahan Presiden Susilo Bambang Yudoyono menyatakan bahwa untuk membangun infrastruktur yang diprioritaskan untuk tahun 2006-2010, diperlukan dana sekitar Rp200 triliun. Dari jumlah tersebut, pemerintah diperkirakan hanya mampu mengalokasikan anggaran sebesar 20% atau sekitar Rp40 triliun. Namun demikian, pihak swasta juga sulit untuk diharapkan kesediaannya untuk membangun infrastruktur, karena beberapa hal antara lain: (1) besarnya dana yang diperlukan untuk pembangunan infrastruktur dalam ukuran pihak swasta sebagai suatu *entitas* bisnis, (2) rendahnya *return* yang diperoleh dari pembangunan infrastruktur pada umumnya, serta (3) ketidakjelasan dan sering berubahnya regulasi yang berkaitan dengan perubahan infrastruktur. Ketua Bapenas Armida S. Alisjahbana, Bapenas merencanakan akan meningkatkan skema *co-financing Public Private Partnership* untuk memenuhi kebutuhan investasi infrastruktur pada 2010 hingga 2014 sebesar Rp1.429,18 triliun atau 5 persen dari PDB. Menurut Armida, skema *co-financing* akan melibatkan penyiapan serangkaian dokumen oleh pemerintah dan swasta agar dapat dilakukan pemilihan badan usaha mitra kerjasama pemerintah. Pemerintah

hanya menyiapkan dana sebesar Rp768,16 triliun untuk memenuhi kebutuhan investasi Infrastruktur yang merupakan 53,74 % dari total kebutuhan investasi sarana-prasarana. Pemda diharapkan membantu kebutuhan investasi infrastruktur Rp511,16 triliun, sisanya dari swasta/BUMN Rp12 triliun (Bataviase.co.id, 4/2/2010).

Penelitian tentang potensi pasar obligasi negara yang dijual secara retail yang dilakukan Badan Pengkajian Ekonomi Keuangan dan Kerjasama Internasional, Departemen Keuangan, dengan menggunakan data Susenas 2002 dan SKTIR 2003 sebagai sumber data, menunjukkan bahwa terdapat 6,4 juta keluarga mampu dengan total investasi sebesar Rp81,9 triliun per tahun. Dari jumlah tersebut, sekitar 61,32% atau sekitar Rp50,2 triliun adalah tabungan dalam bentuk likuid. Apabila dari jumlah tersebut diasumsikan sekitar 20% diinvestasikan dalam bentuk obligasi, maka akan mampu menyerap obligasi sebesar Rp10,0 triliun per tahun. (Purwoko, 2005)

Berdasarkan kenyataan tersebut yang merupakan peluang bahwa penerbitan obligasi syariah merupakan alternatif yang baik sebagai sumber pembiayaan infrastruktur daerah. Terkait dengan penerbitan tersebut Dahlan Siamat (Direktur Pembiayaan Syariah Ditjen Pengelolaan Utang Kementerian Keuangan) mengatakan bahwa landasan penerbitan obligasi syariah daerah tetap

menggunakan peraturan yang ada. Sementara, untuk memenuhi prinsip syariah dapat menggunkan fatwa yang dikeluarkan DSN mengenai sukuk. Kemudian Dahlan juga menyampaikan bahwa tidak adanya tantangan yang berarti bagi Pemda untuk menerbitkan obligasi syariah daerah, namun Pemda juga harus siap dengan pengelolaan dan transparansi keuangannya jika ingin menerbitkan obligasi syariah daerah (Republika, 7/4/2010).

Penelitian mengenai peluang penerbitan obligasi syariah daerah telah dilakukan oleh Walidi (2010) yang mengkaji penawaran dan permintaan obligasi syariah (sukuk) daerah provinsi. Dari sisi penawaran sukuk oleh pemerintah propinsi diperhitungkan dengan kinerja pendapatana asli daerah melalui analisis share, growth dan elastisitas serta melakukan analisis DSCR (*Debt Service Coverage Ratio* atau Rasio Kemampuan Membayar Kembali Pinjaman) dan besaran batasan besaran pinjaman merujuk PP No.54 Tahun 2005. Sedangkan dari sisi permintaan sukuk provinsi digunakan parameter jumlah penduduk muslim, jumlah dana likuid dan jumlah keluarga sejahtera untuk masing-masing propinsi. Berdasarkan hasil penelitian yang menggunakan data tahun 2005-2006 menunjukkan bahwa berdasarkan faktor penawaran dan permintaan dan dilanjutkan dengan analisis indeks dan analisis kuadran dapat disimpulkan terdapat tujuh provinsi untuk dikaji lebih lanjut guna

kemungkinan penerbitan sukuk provinsi yaitu Provinsi Jawa Tengah, DKI Jakarta, Jawa Barat, Jawa Timur, DI Yogyakarta, Sumatera Barat, dan Jambi.

Kajian yang lain sebagaimana diungkapkan Waluyanto (2010) enam daerah diluar Jakarta yang prospek investor sukuk ritel adalah Semarang, Balikpapan, Medan, Makassar, Surabaya, dan Pekanbaru. Volume pemesanan sukuk ritel pada 2009 mencapai Rp 5,56 triliun. Dari sisi volume pemesanan, terbesar berasal dari wilayah DKI Jakarta yang mencapai 53,54 persen. Sedangkan di Indonesia bagian barat 42,81 persen (di luar Jakarta), Indonesia bagian tengah 2,54 persen, dan Indonesia bagian timur 1,11 persen. Sementara dari distribusi penjualan berdasarkan wilayah, masih menunjukkan jumlah investor terbanyak berada di wilayah Indonesia bagian barat yang mencapai 51,65 persen (di luar Jakarta). Sedangkan DKI Jakarta sebesar 41,53 persen, Indonesia bagian tengah 4,41 persen, dan Indonesia bagian timur 2,41 persen (Bataviase.co.id, 9/1/2010). Fakta prospek investor sukuk ritel tersebut yang mulai tersebar di seluruh daerah di Indonesia menunjukkan peluang dan potensi penerbitan obligasi syariah daerah di Indonesia untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi daerah pada khususnya dan Indonesia pada umumnya.

6. Perkembangan Instrumen Sukuk

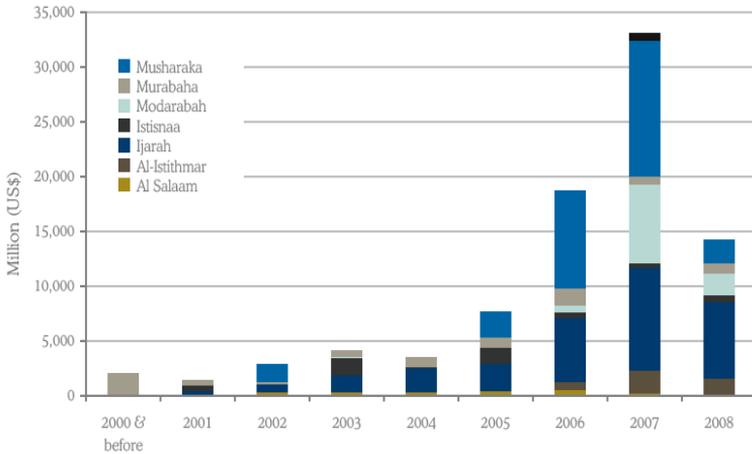
Sukuk merupakan produk sampingan dari industri keuangan Islam yang berkembang cepat, karena kelayakannya dalam memobilisasi sumber daya dan keefektifan penggunaannya bagi investor. Perkembangan ini merupakan sebab dari potensi sukuk untuk manajemen likuiditas dan pengelolaan dana serta dapat pula digunakan sebagai instrument yang berkaitan dengan kebijakan moneter dan operasi mekanisme pasar terbuka. Namun, yang perlu diperhatikan terkait dengan perkembangan sukuk, juga tidak terlepas dari pengaruh factor-faktor seperti peraturan yang sesuai, kesesuaian dalam konvergensi syariah, pengembangan para professional di pasar modal, pendidikan profesi yang terkait, serta sosialisasi atau distribusi pemahaman sukuk kepada investor.

Di Indonesia sukuk yang diperdagangkan di BEI umumnya diterbitkan oleh dua institusi yaitu pemerintah dan korporasi. Sukuk Negara atau SBSN diterbitkan pertama kali oleh pemerintah pada tanggal 26 Agustus 2008 senilai Rp. 4,7 triliun, yang terdiri dari IFR0001 (jangka waktu 7 tahun) dengan imbalan 11,8% dan IFR0002 (jangka waktu 10 tahun) dengan imbalan 11,95%. Adapun *underlying asset* atas penerbitan sukuk negara ini adalah tanah dan bangunan milik negara. Dalam perkembangannya berdasarkan data Bapepam-LK hingga

Minggu ke-3 Desember 2010, telah terdapat 8 seri SBSN dengan nilai hingga Rp. 12,1 triliun dan 2 seri sukuk ritel dengan nilai hingga Rp. 13,6 triliun atau sejumlah 4% dari seluruh obligasi pemerintah yang diperdagangkan melalui BEI.

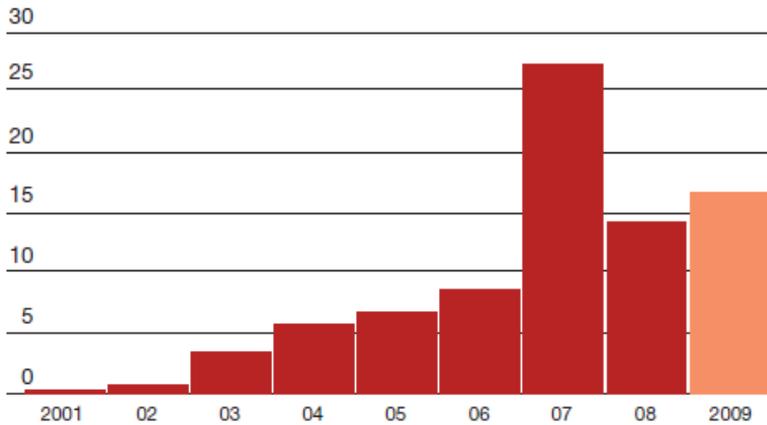
Untuk sukuk yang diterbitkan korporasi, data Bapepam-LK pada akhir Desember 2010 menunjukkan bahwa jumlah sukuk yang diperdagangkan di BEI mencapai 23 emisi, 14 penerbit, dan 31 seri dengan kapitalisasi pasar senilai Rp. 7,7 triliun, hal ini berarti terjadi peningkatan yang signifikan (102,6%) setelah pada akhir tahun 2008 total kapitalisasi pasar sukuk senilai Rp. 3,8. Adapun pangsa pasar sukuk korporasi jika dibandingkan dengan obligasi korporasi keseluruhan hampir mencapai 7%.

Senada dengan perkembangan sukuk dalam negeri, sukuk global juga menunjukkan perkembangan yang signifikan walupun pada tahun 2008 sempat mengalami perlambatan karena diakibatkan oleh krisis keuangan global. Perkembangan sukuk global dan beberapa negara dapat dilihat pada grafik berikut:



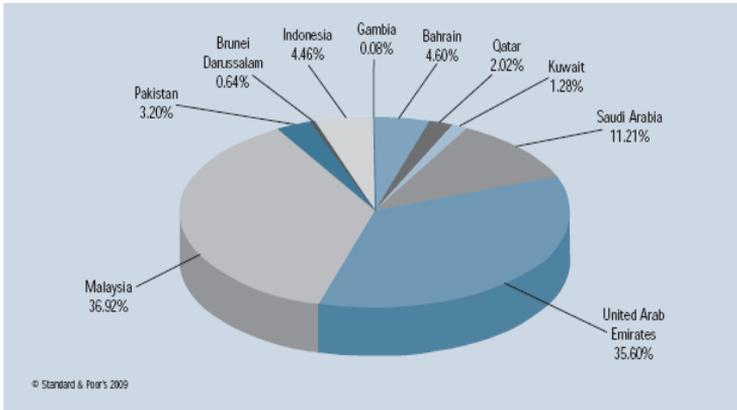
Grafik 6.4 Perkembangan Sukuk Global tahun 2001-2008

Sumber: Michael McMillen & John A. Crawford Billion (US\$)



Grafik 6.5 Perkembangan Sukuk Global tahun 2009

Sumber: IFSB-IRTI-IDB, 2010



Grafik 6.6 Perkembangan Sukuk di beberapa Negara tahun 2008

Sumber: Standard & Poor's (2009)

C. Reksa Dana Syariah

1. Definisi Reksa Dana Syariah

Reksa dana adalah wadah yang digunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi (UU No. 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal). Sedangkan reksa dana syariah adalah sebagai reksa dana yang beroperasi menurut ketentuan dan prinsip Islam, baik dalam bentuk akad antara pemodal sebagai pemilik harta (*shahib al-mal*) dengan manejer investasi sebagai wakil *shahib al-mal*, maupun antara manejer investasi sebagai wakil *shahib al-mal* dengan pengguna investasi Fatwa DSN MUI No. 20/DSN-MUI/IX/2000 Tentang Reksa dana Syariah).

Dibandingkan dua defenisi tersebut, tuntutan kejelasan (*tranparancy*) dalam reksa dana syariah begitu kuat. Defenisi yang ada dalam UU Pasar Modal, begitu bersifat instrumen, tanpa menjelaskan aspek prinsip yang dalam Fatwa DSN MUI, begitu diperhatikan. Inilah yang menjadi keunikan dan pembeda utama antara bentuk reksa dana konvensional dengan reksa dana syariah. Namun, hal ini belumlah cukup, sehingga niscaya bagi kita untuk mengetahui ciri-ciri dan mekanisme operasional reksa dana syariah. (Lihat Huda dan Nasution, 2008: 109-133)

Sama halnya dengan reksa dana konvensional, reksa dana syariah juga ada yang bersifat tertutup, dan ada yang terbuka. Dikatakan reksa dana tertutup (*closed end-Fund*) karena setelah menawarkan Unit Penyertaan (saham), yang jumlahnya tetap, reksa dana ini menutup pintu bagi investor baru yang ingin berinvestasi. Sedangkan reksa dana terbuka (*open end-Fund*) adalah perusahaan investasi yang menawarkan dan membeli kembali saham-sahamny dari investor sampai sejumlah unit penyertaan yang sudah dikeluarkan. Berbeda dengan reksa dana tertutup, reksa dana terbuka membuka pintu untuk membeli atau menjual kembali Unit Penyertaan. Atas dasar ini, reksa dana terbuka lebih diminati karena lebih likuid.

2. Ciri-Ciri Operasional Reksa Dana Syariah

Ada tiga ciri penting, bagaimana operasional reksa dana syariah dilakukan. Ketiga ciri-ciri tersebut adalah: (Firdaus, 2005: 22-23)

- a. Mempunyai Dewan Syariah yang bertugas memberikan arahan kegiatan Manajer Investasi (MI) agar senantiasa sesuai dengan syariah Islam;
- b. Hubungan antara investor dan perusahaan didasarkan pada sistem *mudharabah*, di mana satu pihak menyediakan 100% modal (investor), sedangkan satu pihak lagi sebagai pengelola (manajer investasi);
- c. Kegiatan usaha atau investasinya diarahkan pada hal-hal yang tidak bertentangan dengan syariah Islam.

3. Mekanisme Operasional Reksa Dana Syariah

Secara tegas ditulis dalam buku *Investasi Halal di Reksa Dana Syariah*, perbedaan paling mendasar antara reksa dana konvensional dan reksa dana syariah adalah terletak pada proses *screening* dalam mengkonstruksikan portofolio. (Firdaus, 2005: 22-23) Filterisasi menurut prinsip syariah adalah mengeluarkan saham-saham yang memiliki aktivitas haram seperti riba, gharar, minuman keras, judi, daging babi, rokok, dan lain sebagainya. Di samping itu, proses filterisasi juga dilakukan dengan cara membersihkan pendapatan yang dianggap diperoleh dari kegiatan haram. (Lihat pada pembahasan saham syariah sebelumnya)

Filterisasi, sebagaimana telah dijelaskan tersebut merupakan harga mati yang tak bisa ditawar, bila kita hendak bertransaksi secara syariah. Ia telah menjadi rumus baku, yang bila diubah, maka akan melanggar aturan-aturan fundamental yang menjadi prinsip utama dalam bertransaksi secara syariah. Oleh karena itu, tiga pihak yang berakad dalam reksa dana syariah harus senantiasa memperhatikan hal tersebut. Ini tercermin dalam mekanisme kerja ketiga pihak tersebut.

Merujuk pada defenisi yang ada pada Fatwa DSN MUI tentang reksa dana syariah, ada tiga pihak yang berakad. Yaitu: investor (*shahib al-mal*), manajer investasi (*wakil shahibul al-mal*), dan pengguna investasi. Akad antara investor dengan manajer investasi adalah akad *wakalah*, sehingga manajer investasi menjadi *wakil* bagi *shahibul al-mal* untuk menginvestasikan dananya kepada pihak pengguna. Sebagai seorang manajer, manajer investasi bertanggung jawab atas kegiatan investasi, yang meliputi analisa dan pemilihan jenis investasi, mengambil keputusan-keputusan investasi, memonitor pasar investasi, dan melakukan tindakan-tindakan yang dibutuhkan untuk kepentingan investor. Adapun bentuknya, bisa berbentuk perusahaan efek, atau bisa juga perusahaan manajemen investasi (*investment management company*).

Akan tetapi, karena bentuk investasi yang disalurkan adalah dalam bentuk porfolio (misal: saham syariah, obligasi syariah), maka ada pihak lain yang ikut berperan dalam mekanisme pelaksanaan investasi reksa dana syariah. Yaitu Bank Kustodian dan pelaku perantara di pasar modal (*broker, underwriter*) maupun di pasar uang (bank) dan pengawas yang dilakukan oleh Bapepam. (Firdaus, 2005: 23-24)

Bank Kustodian adalah bagian dari kegiatan usaha suatu bank yang bertindak sebagai penyimpan kekayaan (*safe keeper*) serta administrator reksa dana. Dana yang terkumpul dari sekian banyak investor, bukanlah miliki manajer investasi atau pun bank kustodian, melainkan milik investor yang disimpan atas nama reksa dana di bank kustodian. Baik manajer investasi maupun bank kustodian, harus mendapat izin terlebih dahulu dari Bapepam.

Tabel 6.5 Kelebihan dan Kekurangan Investasi pada Reksa Dana Syariah

Kelebihan	Kekurangan
1. Investasi dapat dilakukan meskipun dengan jumlah dana yang sedikit. Ini memungkinkan masyarakat luas, terlebih menengan ke bawah, ikut	1. Resiko berkurangnya <i>Nilai Unit Penyertaan</i> (NUP) disebabkan karena turunnya harga efek-efek yang menyusun portofolio

-
- | | |
|--|--|
| <p>berinvestasi pada pasar modal;</p> <p>2. Akses untuk investasi yang beragam;</p> <p>3. Diversifikasi investasi yang diwujudkan dalam bentuk portofolio akan menurunkan tingkat resiko;</p> <p>4. Dikelola oleh manajemen profesional. Sebagaimana telah dijelaskan manajer investasi memiliki peran yang sangat penting dalam pelaksanaan reksa dana syariah. Ia melakukan tugas, yang tidak bisa dilakukan oleh investor secara perorangan karena keterbatasan waktu dan pengetahuan;</p> <p>5. Keterbukaan informasi (transparansi)</p> | <p>(saham, obligasi, dan surat berharga lainnya);</p> <p>2. Resiko likuiditas terjadi apabila sebagian besar pemegang menjual kembali unit penyertaan yang dimilikinya (<i>redemption</i>), sehingga pada saat yang sama manajer investasi kesulitan menyediakan likuiditas;</p> <p>3. Resiko wanprestasi terjadi apabila rekan usaha manajer investasi gagal memenuhi kewajibannya.</p> |
|--|--|

Sumber: Burhanudin, 2008

4. Penerbitan Efek Reksa Dana Syariah

Terkait dengan penerbitan efek reksa dana syariah Bapepam-LK telah menetapkan dalam Peraturan Nomor IX.A.13, sebagai berikut:

- a. Penerbitan saham reksa dana syariah. Sepanjang tidak diatur dalam peraturan ini, emiten yang melakukan penawaran umum saham reksa dana syariah wajib:
 - 1) Mengikuti ketentuan Peraturan Nomor IX.A.1 tentang Ketentuan Umum Pengajuan Umum Pernyataan Pendaftaran, Peraturan Nomor IX.C.4 tentang Pernyataan Pendaftaran dalam Rangka Penawaran Umum Reksa Dana Berbentuk Perseroan serta ketentuan tentang Penawaran Umum yang terkait lainnya; dan
 - 2) Mencantumkan ketentuan dalam kontrak pengelolaan dan atau kontrak penyimpanan reksa dana serta informasi tambahan dalam prospektus hal-hal sebagai berikut:
 - a) Dalam anggaran dasar emiten dimuat ketentuan bahwa kegiatan usaha serta cara pengelolaan usahanya dilakukan berdasarkan prinsip-prinsip syariah di pasar modal;
 - b) Kebijakan investasi reksa dana tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal;
 - c) Jenis usaha, jasa yang diberikan, aset yang dikelola, akad, dan cara pengelolaan emiten

dimaksud tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal;

- d) Memiliki anggota direksi, wakil manajer investasi, dan penanggung jawab atas pelaksanaan kegiatan kustodian pada bank kustodian yang mengerti kegiatan-kegiatan yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal;
 - e) Mekanisme pembersihan kekayaan emiten dari unsur-unsur yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal; dan
 - f) Dana kelola emiten syariahnya hanya dapat diinvestasikan pada efek yang ditetapkan oleh Bapepam-LK.
- b. Penerbitan unit penyertaan reksa dana syariah berbentuk Kontrak Invesnasi Kolektif (KIK). Sepanjang tidak diatur lain dalam peraturan ini, pihak yang melakukan penawaran umum unit penyertaan reksa dana syariah berbentuk KIK wajib:
- 1) Mengikuti ketentuan Peraturan Nomor IX.A.1 tentang Ketentuan Umum Pengajuan Pernyataan Pendaftaran, Peraturan Nomor IX.C.5 tentang Pernyataan Pendaftaran dalam Rangka Penawaran Umum Reksa Dana Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif serta ketentuan

tentang Penawaran Umum yang terkait lainnya;
dan

- 2) Mencantumkan ketentuan dalam KIK dan informasi tambahan dalam prospektus hal-hal sebagai berikut:
 - a) Kebijakan investasi reksa dana tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal;
 - b) Wakil manajer investasi yang melaksanakan pengelolaan reksa dana dan penanggung jawab atas pelaksanaan kegiatan kustodian pada bank kustodian mengerti kegiatan-kegiatan yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal;
 - c) Tambahan kata “Syariah” pada nama reksa dana yang diterbitkan;
 - d) Mekanisme pembersihan kekayaan reksa dana dari unsur-unsur yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal; dan
 - e) Dana kelola reksa dana syariahnya hanya dapat diinvestasikan pada efek yang tercantum dalam daftar efek syariah yang ditetapkan oleh Bapepam-LK atau pihak lain yang diakui oleh Bapepam-LK.

- c. Direksi, manajer investasi, dan atau bank kustodian wajib melaksanakan seluruh ketentuan yang diatur dalam kontrak pengelolaan, kontrak penyimpanan, atau KIK.
- d. Bank kustodian wajib menolak intruksi manajer investasi secara tertulis dengan tembusan kepada Bapepam-LK apabila pelaksanaan instruksi tersebut mengakibatkan portofolio reksa dana terdapat efek selain efek yang tercantum dalam efek syariah yang ditetapkan oleh Bapepam-LK atau pihak lain yang diakui oleh Bapepam-LK.
- e. Dalam hal portofolio reksa dana terdapat efek selain efek yang tercantum dalam daftar efek syariah yang ditetapkan oleh Bapepam-LK atau pihak lain yang diakui oleh Bapepam-LK yang bukan disebabkan oleh tindakan manajer investasi dan bank kustodian, maka:
 - 1) Manajer investasi wajib menjual efek dimaksud, paling lambat akhir hari kerja ke-2 setelah diketahuinya efek tersebut tidak lagi tercantum dalam daftar efek syariah yang ditetapkan oleh Bapepam-LK atau pihak yang lain yang diakui oleh Bapepam-LK, dengan ketentuan selisih lebih harga jual dari nilai pasar wajar efek pada saat tersebut masih tercantum dalam daftar efek syariah yang ditetapkan oleh Bapepam-LK atau

pihak lain yang diakui oleh Bapepam-LK, dipisahkan dari perhitungan Nilai Aktiva Bersih (NAB) reksa dana dan diperlakukan untuk kepentingan sosial; dan

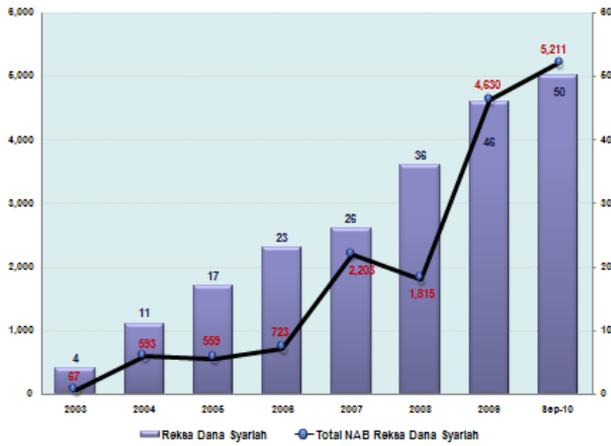
- 2) Bank kustodian wajib menyampaikan kepada Bapepam-LK serta pemegang efek reksa dana, informasi tentang perolehan selisih lebih penjualan efek sebagaimana dimaksud dalam angka 5 huruf e butir 1) dan informasi tentang penggunaannya sebagai dana sosial selambat-lambatnya pada hari ke-12 setiap bulan (jika ada).
- f. Dalam hal karena tindakan manajer investasi dan bank kustodian, mengakibatkan portofolio reksa dana terdapat efek selain efek yang tercantum dalam efek syariah yang ditetapkan oleh Bapepam-LK atau pihak lain yang diakui oleh Bapepam-LK, maka Bapepam-LK dapat:
- 1) Melarang manajer investasi dan bank kustodian untuk melakukan penjualan unit penyertaan reksa dana baru;
 - 2) Melarang manajer investasi dan bank kustodian untuk mengalihkan kekayaan reksa dana selain dalam rangka pembersihan harta kekayaan reksa dana dari unsur-unsur yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal;

- 3) Melarang manajer investasi dan bank kustodian secara tenggung renteng untuk membeli portofolio yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal sesuai dengan harga perolehan dalam waktu yang ditetapkan oleh Bapepam-LK; dan atau
 - 4) Mewajibkan manajer investasi untuk mengumumkan kepada publik larangan dan atau kewajibanyang ditetapkan Bapepam-LK sebagaimana dimaksud pada butir 1), butir 2), butir 3) di atas, sesegera mungkin paling lambat akhir hari kerja ke-2 setelah diterimanya surat Bapepam-LK, dalam 2 surat kabar harian berbahasa Indonesia dan berperedaran nasional atas biaya manajer investasi dan bank kustodian.
- g. Dalam hal manajer investasi dan atau bank kustodian tidak mematuhi larangan dan atau tidak melaksanakan kewajiban yang telah ditetapkan Bapepam-LK sebagaimana dimaksud pada huruf f, maka Bapepam-LK berwenang untuk:
- 1) Mengganti manajer investasi dan atau bank kustodian; atau
 - 2) Membubarkan reksa dana tersebut.

5. Perkembangan Reksa Dana Syariah Indonesia

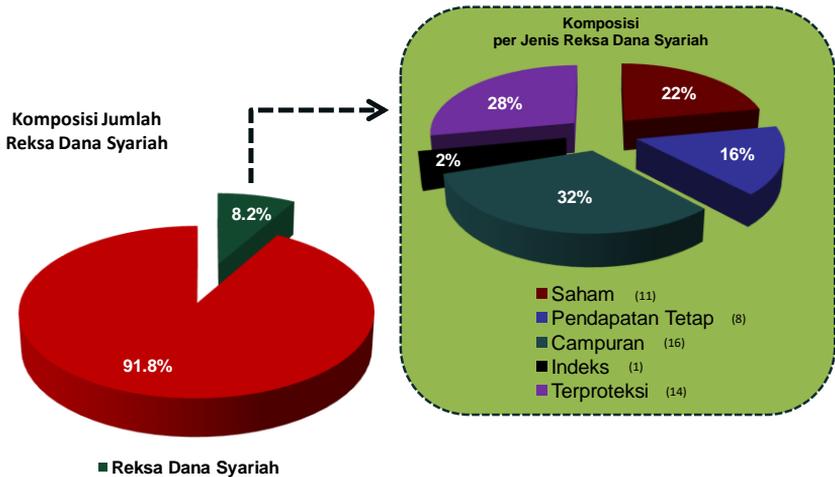
Pada awal tahun 1996, Bapepam-LK mengeluarkan peraturan pelaksanaan reksa dana berbentuk Kontrak Investasi Kolektif (KIK). Peraturan-peraturan tersebut membuka lahirnya reksa dana berbentuk KIK untuk tumbuh dan berkembang. Salah satunya adalah munculnya reksa dana syariah pertama di Indonesia pada tahun 1998 yang dikelola oleh PT Danareksa Investment Management.

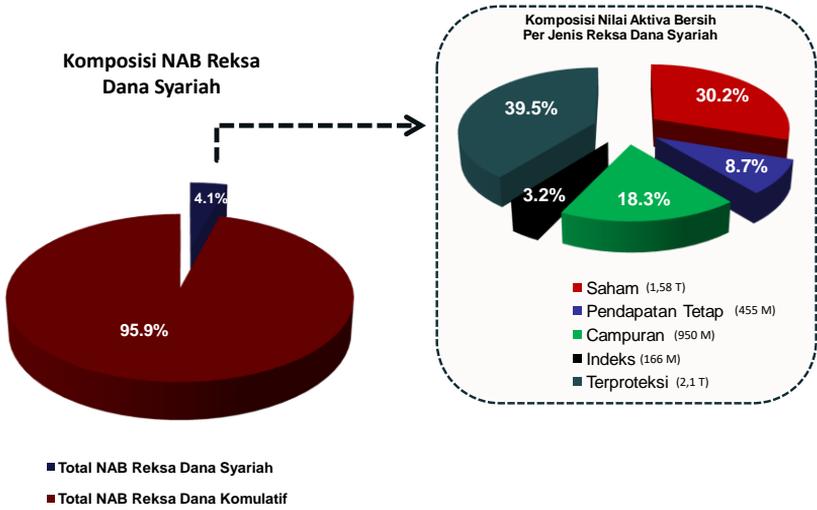
Sebagaimana dengan perkembangan instrumen pasar modal lain yaitu saham syariah dan sukuk, instrumen reksa dana syariah juga mengalami perkembangan. Jumlah reksa dana syariah hingga September 2010 sejumlah 50 atau 8,2% dari total reksa dana di pasar modal Indonesia, dengan total NAB reksa dana syariah mencapai Rp. 5,2 triliun atau 4,1% dari total NAB reksa dana pasar modal Indonesia. Perkembangannya dari tahun ke tahun disajikan pada grafik berikut:



Grafik 6.7 Perkembangan Reksa Dana Syariah

Sumber: Tauriq (2010)





Grafik 6.8 Statistik Perkembangan Reksa Dana Syariah

Sumber: Tauriq (2010)

BAB VII
PASAR MODAL SYARIAH Vs PASAR MODAL
KONVENSIONAL

*“...Allah telah menghalalkan bagimu jual-beli, dan
mengharamkan
bagimu riba...” –QS. Al Baqarah: 275-*

*“Yang halal itu jelas, dan yang haram itu juga jelas, di
antara keduanya ada hal-hal yang syubhat (tidak jelas) yang
tidak diketahui oleh kebanyakan manusia. Barangsiapa
manjaga/menghindari dari syubhat, maka telah benar-benar
selamat agama dan kehormatannya.”*

-HR. Bukhari dan Muslim-

**A. Perbedaan Konseptual Pasar Modal Syariah dan Pasar
Modal Konvensional**

Perbedaan secara umum antara pasar modal konvensional dengan pasar modal syariah dapat dilihat pada instrumen dan mekanisme transaksinya, sedangkan perbedaan nilai indeks saham syariah dengan nilai indeks saham konvensional terletak pada kriteria saham emiten yang harus memenuhi prinsip-prinsip dasar syariah. Secara umum konsep pasar modal syariah dengan pasar modal konvensional tidak jauh berbeda meskipun dalam konsep pasar modal syariah disebutkan bahwa saham yang

diperdagangkan harus berasal dari perusahaan yang bergerak dalam sektor yang memenuhi kriteria syariah dan terbebas dari unsur ribawi, serta transaksi saham dilakukan dengan menghindarkan (atau meminimalkan) berbagai praktik ‘spekulasi’.

Pasar modal syariah yang memiliki ciri khusus yang membedakan dengan pasar modal konvensional seperti bebas dari berbagai transaksi yang mengandung *gharar*, *maysir*, *ihtikar* (manipulasi *supply*), dan *bay najsy* (manipulasi *demand*), tidak ada transaksi yang tidak sesuai etika dan tidak bermoral seperti insider trading dan margin trading, saham harus dari perusahaan yang halal aktivitas dan produknya (*Islamic stock criteria*), tidak ada transaksi yang meragukan (*underlying asset* jelas), serta tidak ada transaksi berbasis bunga (*Islamic bond* dan atau sukuk).

Secara umum menurut Lestari (dalam Jusmaliani [ed.], 2008: 179) perbedaan Investasi di Pasar Modal Syariah dan Pasar Modal Konvensional dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 7.1 Perbedaan Investasi di Pasar Modal Syariah dan Konvensional

Syariah	Konvensional
1. Investasi terbatas pada sektor-sektor tertentu yang tidak dilarang atau masuk dalam <i>negative</i>	1. Investor bebas untuk memilih investasi antara debt-bearing investment dengan profit-bearing

<p><i>list</i> investasi syariah dan tidak atas dasar utang (<i>debt-bearing investment</i>).</p> <p>2. Didasarkan pada prinsip syariah yang mendorong penerapan <i>profit-loss sharing</i> dan skema kemitraan.</p> <p>3. Melarang berbagai bentuk bunga, spekulasi, dan judi.</p> <p>4. Adanya syariah guideline yang mengatur berbagai aspek seperti alokasi aset, praktek investasi, perdagangan, dan distribusi pendapatan.</p> <p>5. Terdapat mekanisme <i>scereening</i> perusahaan yang harus mengikuti prinsip syariah.</p>	<p>invesment di seluruh sektor.</p> <p>2. Didasarkan pada prinsip bunga.</p> <p>3. Memperbolehkan spekulasi dan judi yang pada gilirannya akan mendorong fluktuasi pasar yang tidak terkendali.</p> <p>4. Guideline investasi secara umum pada produk hukum pasar modal.</p>
--	--

Sedangkan, perbedaan utama antara pasar modal syariah dan pasar modal konvensional, terletak pada enam hal, yaitu: para pelaku pasar seperti investor, agen, broker,

emiten, dsb.; produk; proses (mekanisme) transaksi; nilai pertukaran (harga); lokasi; serta media pertukaran (uang). Tabel berikut akan mengurai secara singkat perbedaan antara pasar modal syariah dan pasar modal konvensional:

Tabel 7.2 Perbedaan Pasar Modal Syariah dan Konvensional

No.	Prinsip	Pasar Modal Syariah	Pasar Modal Konvensional
1.	Definisi	Pasar modal yang seluruh mekanisme kegiatannya terutama mengenai emiten, jenis efek yang diperdagangkan dan mekanisme perdagangannya telah memenuhi prinsip-prinsip syariah.	Pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. (UU No.8 Tahun 1995

		tentang Pasar Modal)
2. Sumber Hukum	Sumber-sumber hukum Islam seperti al Qur'an, Sunnah, dll.	Sumber-sumber hukum positif yang berasal dari pikiran manusia semata
3. Akad/ kontrak	Kontrak pada pasar primer: musyarakah (kerjasama) ; Kontrak pada pasar sekunder : jual-beli	Kontrak jual beli
4. Emiten	Perusahaan yang memiliki shariah compliance officer yang jenis usaha, produk barang, jasa yang diberikan dan akad serta cara pengelolaan tidak boleh bertentangan dengan prinsip-	Seluruh perusahaan yang telah terdaftar di Bursa yang menawarkan atau menjual efek kepada masyarakat melalui Pasar Modal.

prinsip syariah, Menurut UU
seperti : Pasar Modal

a. Perjudian dan pasal 1 angka 6,
permainan Emiten adalah
yang tergolong pihak yang
judi atau melakukan
perdagangan penawaran
yang dilarang ; umum.

b. Lembaga
keuangan
konvensional
(ribawi),
termasuk
perbankan dan
asuransi
konvensional ;

c. Produsen,
distributor,
serta pedagang
makanan dan
minuman yang
haram ; dan

d. Produsen,
distributor,
dan/ atau
penyedia

barang-barang
ataupun jasa
yang merusak
moral dan
bersifat
mudharat ;

- e. Melakukan
investasi pada
perusahaan
yang pada saat
transaksi
memiliki rasio
hutang kepada
lembaga
keuangan
ribawi yang
lebih dominan
daripada
modalnya.

5. Jenis efek yang diperdagangkan mencakup Saham Syariah, Reksa Dana, Efek Syariah, dan surat berharga Menurut UU Pasar Modal pasal 1 ayat 5, adalah

Kontrak Investasi yang Kolektif Efek diperdagangkan Beragun Aset (KIK di pasar modal, EBA) Syariah, dan seperti surat surat berharga pengakuan lainnya yang sesuai hutang, surat dengan prinsip- berharga prinsip syariah. komersial, saham, obligasi, tanda bukti hutang, onit penyerahan kontrak investasi kolektif (Reksadana), kontrak berjangka atas efek (option), serta setiap derivatif dari efek.

Sumber: Analisis PEBS-FEUI, dari berbagai sumber (dalam Yendra, Melvi, *ed.*, 2009: 113)

Adapun perbedaan instrumen antara saham, obligasi syariah (sukuk), dan obligasi dapat dilihat pada table berikut:

Tabel 7.3 Perbandingan Sukuk, Obligasi, dan Saham

Deskripsi	Sukuk	Obligasi	Saham
Prinsip dasar	Bukan merupakan surat utang, melainkan kepemilikan bersama atas suatu asset/ proyek	Surat pernyataan utang dan issuer	Kepemilikan saham dalam perusahaan
Klaim	Klaim kepemilikan didasarkan pada asset/ proyek	Emiten dinyatakan sebagai pihak peminjam	Menyatakan kepemilikan terhadap perusahaan
Pokok dan imbal hasil	Tidak dijamin oleh emiten	Dijamin oleh emiten	Tidak dijamin oleh emiten
Penggunaan dana	Harus digunakan untuk kegiatan usaha yang halal	Dapat digunakan untuk apa saja	Dapat digunakan untuk apa saja
Jenis penghasilan	Imbalan, bagi hasil, <i>margin</i>	Bunga/ kupon, capital gain	Dividen, capital gain

<i>Underlying Asset</i>	Perlu	Tidak perlu	Tidak perlu
<i>Syariah Endorsment</i>	Perlu	Tidak perlu	Tidak perlu

Sumber: Kartikasari (2008)

B. Perbedaan Empirik Pasar Modal Syariah dan Pasar Modal Konvensional

Secara empirik perbedaan antara pasar modal syariah dan pasar modal konvensional telah dilakukan oleh beberapa ekonom Muslim. Perbandingan kinerja investasi syariah dimulai sejak akhir 1990-an, sejak pasar modal syariah di beberapa negara Islam mulai berdiri dan melakukan eksistensinya. Pasar modal syariah paling aktif pada masa itu adalah pasar modal syariah Malaysia, diikuti oleh pasar modal Istanbul Turki, yang pada masa itu juga dikataliskan oleh kebijakan privatisasi pemerintah saat itu. Selanjutnya analisis kuantitatif perbandingan kinerja banyak menggunakan indeks *benchmark* pasar modal syariah, baik yang global maupun negara tertentu (Jusmaliani, *ed.*, 2008: 183).

Beberapa studi yang menganalisis kinerja pasar modal syariah terutama dilakukan oleh ekonom muslim. Penelitian Bendjilali (1996), mengatakan bahwa penelitian tersebut berupaya membangun model-model teoritis untuk membandingkan sistem keuangan syariah dengan

konvensional. Studi tersebut menunjukkan bahwa sistem keuangan syariah lebih superior dibandingkan system konvensional terutama dilihat dari kemampuan stabilitas equitas dan efisiensinya.

Penelitian Hakim dan Rashidin (2002), membandingkan kinerja *benchmark* pasar modal syariah dunia yaitu *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIMI) dengan *counterpart*-nya, yaitu indeks Wilshire 5000 (DJW) dan perbandingannya dengan investasi bebas resiko yang dicerminkan oleh T-Bill. Penelitian ini bertujuan melihat (1) bagaimana restriksi dalam kriteria syariah mempengaruhi kinerja investasi Islami dalam DJIMI, (2) apakah indeks DJIMI kurang terdiversifikasi daripada DJW indeks. (3) sejauh apa diversifikasi yang terbatas ini mempengaruhi *trade-off* antara *return* dan *risk*, (4) apakah terdapat korelasi dinamis dan hubungan jangka panjang di antara dua indeks tersebut. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat hubungan contigensi antara DJIMI dengan T-Bill. Namun, terdapat hubungan kausalitas antara ketiga instrumen tersebut, dimana *Islamic index* dipengaruhi oleh faktor independen dan pasar yang lebih luas atau tingkat suku bunga. lebih lanjut, indeks Wilshire ternyata lebih terdiversifikasi dibandingkan dengan DJIMI yang berarti bahwa mekanisme *screening* telah mengakibatkan adanya subset perusahaan dengan karakter unik yang tidak dipengaruhi oleh kondisi pasar yang lebih besar. Hal ini jelas

memberikan pengaruh bagi investor untuk melihat investasi di luar tingkat suku bunga dan membuktikan atas dasar investasi *risk-return*, investor muslim tidak menjadi lebih buruk jika berinvestasi dalam instrument Islami daripada konvensional.

Penelitian Hassan (2002) menguji masalah hubungan efisiensi pasar dengan *risk-return* berdasarkan variasi waktu untuk DJIMI selama tahun 1996 – 2000. Beberapa tes statistic, seperti; korelasi, rasio varian, dan tes *Dickey-Fuller*, telah dilakukan. Hasilnya menunjukkan bahwa masih terjadi inefisiensi operasional pada DJIMI yang perlu dikoreksi untuk membuat perilaku resiko dari DJIMI stabil sepanjang tahun.

Penelitian Efakhani dan Hassan (2005) mencoba melihat apakah dengan penerapan refriksi dalam investasi syariah akan membawa pada penurunan kekayaan investor dalam hal *risk-adjusted return* relative terhadap *benchmark* pasarnya. Metode *uncondition* Jensen, Sharpe, Treynor indeks digunakan untuk menanalisis 46 saham reksadana syariah di seluruh dunia untuk kemudian dibandingkan dengan *benchmark* syariah dan konvensionalnya. Dengan mengaplikasikan metode tersebut, dapat disimpulkan bahwa perilaku reksadana Islam tidak berbeda dengan reksadana konvensional. Lebih lanjut penelitian tersebut menunjukkan bahwa kinerja reksadsana syariah di *emerging countries* adalah yang paling baik dan di Asia adalah yang terburuk.

Penelitian Hussien (2005) menguji hipotesis bahwa kinerja kinerja FTSE indeks global Islam secara signifikan berbeda dari FTSE All-World selama periode 1996 – 2003 yang dijadikan sampel. Perbandingan kinerja dari data mentah dan resiko yang telah disesuaikan (*risk adjusted*) menunjukkan bahwa kinerja indeks Islam sama baiknya dengan dengan indeks FTSE *All-World* selama keseluruhan periode. Secara umum, hasil penelitian menunjukkan bahwa penerapan penyaringan berdasarkan etika tidak memiliki dampak yang berlawanan dengan (negatif) pada kinerja indeks Islam Global FTSE.

Di Indonesia penelitian yang telah dilakukan adalah Penelitian Rahmayanti (2006) dengan bahasan utama adalah Analisis Kinerja Portofolio Saham Syariah Pada Bursa Efek Jakarta Tahun 2001 - 2002, dapat disimpulkan bahwa saham syariah secara keseluruhan relatif lebih baik dari saham konvensional. Penelitian Huda (2004) mengkaji faktor-faktor yang mempengaruhi beta saham pada kelompok JII dan LQ-45, hasil penelitian antara lain menyatakan bahwa rata-rata *beta* saham kelompok JII berada pada nilai di bawah satu yang berarti mempunyai resiko di bawah resiko pasar, sebaliknya terjadi pada saham pada kelompok LQ-45.

Penelitian Hamzah (2005) menganalisis pengaruh ekonomi makro, industri dan karakteristik perusahaan terhadap *beta* saham syariah. Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel-variabel ekonomi makro, industri, dan

karateristik perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *beta* saham syariah. Kemudian pengujian secara parsial menunjukkan bahwa kurs rupiah terhadap *dollar* dan Produk Domestik Bruto signifikan pada tingkat 5%, leverage dan profitabilitas signifikan pada tingkat 10%, sedangkan nilai akhir yang diharapkan, jenis industri, *devidend payout ratio*, variabilitas laba, *Beta* akuntansi, *cyclicality* dan *Price Book Ratio* tidak signifikan terhadap *Beta* saham syariah.

Penelitian Nasution dan Maharani (2006) menganalisis hubungan kausalias antara variable makro dan indeks harga saham syariah JII. Hasil pengujian menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan kausalitas antara tingkat suku bunga SBI dan kurs rupiah dengan indeks harga saham syariah JII, namun terdapat hubungan kausalitas antara *money supply* (dalam arti luas) dengan indeks harga saham syariah JII. Penelitian Nurpratama (2006) juga mengkaji pengaruh faktor makroekonomi terhadap imbal hasil saham syariah JII periode 1995-2004 menggunakan *Arbitrage Pricing Theory* (APT). Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel makroekonomi suku bunga SBI, laju inflasi, dan pertumbuhan PNB ternyata berpengaruh terhadap imbal hasil saham-saham JII.

Penelitian Hanafi (2006), melalui pendekatan *cost of capital* terhadap saham JII yang dibandingkan dengan kelompok saham LQ-45, hasil pengujian menunjukan bahwa *cost of capital* saham JII lebih rendah dibanding LQ-45. *Cost*

of Capital yang lebih rendah menunjukkan adanya beberapa asumsi seperti; tingkat risiko yang lebih rendah, minimnya asimetri informasi dan biaya keagenan yang lebih rendah pada perusahaan JII sehingga para investor tidak terlalu menuntut tingkat keuntungan.

Auliyah dan Hamzah (2006) melakukan penelitian dengan menganalisis pengaruh variabel-variabel karakteristik perusahaan (*earning per share, dividend payout, current ratio, return of invesment, dan cyclicaliti*) dan variabel-variabel makroekonomi (kurs rupiah terhadap modal, dan PDB) terhadap terhadap *return* dan *beta* saham syariah. Hasilnya pengujian menghasilkan bahwa variabel-variabel karakteristik perusahaan, industri dan makroekonomi secara bersama-sama tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham syariah yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta). Sedangkan hasil yang lain menunjukkan bahwa variabel-variabel karakteristik perusahaan, industri dan makroekonomi secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap *beta* saham syariah Hasil ini juga mengindikasikan bahwa hubungan *return* dan risiko saham syariah adalah saling berlawanan.

Penelitian Cahyaningsih, *et. al.* (2008) menganalisis perbandingan kinerja reksadana syariah dan reksadana konvensional. Hasil penelitian tersebut memberikan tambahan bukti empiris bahwa secara umum pada periode *bullish* yaitu tahun 2004 dan 2006 kinerja reksa dana

konvensional lebih baik daripada kinerja reksa dana syariah, sedangkan tahun 2005 kinerja reksa dana syariah lebih baik daripada kinerja reksa dana konvensional. Manajer investasi reksa dana konvensional memiliki *security selection* dan *market timing ability* yang lebih baik daripada manajer investasi reksa dana syariah. Secara keseluruhan asumsi yang menyatakan bahwa pada periode *bullish* kinerja reksa dana konvensional lebih baik daripada kinerja reksa dana syariah juga telah terbukti dalam hasil penelitian tersebut.

Penelitian Lestari (2008) menganalisis perbandingan kinerja pasar modal syariah dan konvensional di Indonesia (pendekatan volalitas). Dengan menggunakan *multivariate conditional volatility* menunjukkan bahwa pasar JII cukup superior dibandingkan dengan pasar lainnya. Sebaliknya pasar JII memberikan tingkat pengaruh yang cukup tinggi pada pasar lainnya. Hal ini dapat diartikan bahwa pasar JII dapat diandalkan dalam berinvestasi karena relatif lebih kuat dan tidak terpengaruh *shock* dari pasar lain.

Penelitian Saputra (2010) menganalisis pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap pasar modal syariah serta pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap pasar modal konvensional yang merupakan studi perbandingan terhadap praktik spekulasi perspektif ekonomi Islam di Bursa Efek Indonesia. Mikroekonomi pada penelitian tersebut menggunakan faktor-faktor fundamental yang terdiri dari rasio likuiditas, akktivitas, leverage, dan profitabilitas,

sedangkan makroekonomi terdiri dari tingkat inflasi, SBI, perubahan kurs, dan pertumbuhan ekonomi. Sedangkan Pasar modal dalam penelitian ini diidentifikasi dengan *return* dan resiko sistematis (*beta*), JII untuk pasar modal syariah dan LQ-45 untuk pasar modal konvensional. Metode penelitian tersebut menggunakan analisis regresi berganda untuk menganalisis pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap pasar modal syariah dan pasar modal konvensional serta pendekatan postpositivistik-rasionalistik untuk mengidentifikasi praktik spekulasi selama periode 2005-2008. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa mikro dan makroekonomi berpengaruh signifikan terhadap pasar modal syariah (*return* saham JII) serta mikro dan makroekonomi juga berpengaruh signifikan terhadap pasar modal konvensional (*return* saham LQ-45), sehingga hasil ini dengan pendekatan postpositivistik-rasionalistik (Muhadjir, Noeng, 2000: 79-115) disimpulkan tidak terjadi spekulasi yang dilarang di pasar modal syariah dan pasar modal konvensional. Beberapa hal yang terkait dengan penelitian tersebut dapat dijelaskan pada beberapa table berikut:

Tabel 7.4 Perbandingan Statistik Deskriptif Pasar Modal Syariah dan Pasar Modal Konvensional

No.	Mean Variabel	Pasar Modal Syariah	Pasar Modal Konvensional	Perbandingan
1.	<i>Return</i>	-0,0006	0,0425	A < B
2.	<i>Beta</i>	8,2742	7,9165	A > B
3.	Likuiditas	2,5536	1,2802	A > B
4.	Profitabilitas	18,1342	3,8993	A > B
5.	<i>Leverage</i>	0,4142	0,4001	A > B
6.	Aktivitas	1,4669	0,5500	A > B

Sumber: Saputra (2010)

Tabel 7.5 Perbedaan Pengaruh Mikro dan Makroekonomi Terhadap Pasar Modal Syariah dan Pasar Modal Konvensional

Uji Statistik	A. Pasar Modal	B. Pasar Modal Konvensional	Perbandingan
		l	n

	Syaria h		
Pengaruh mikroekonomi terhadap <i>return</i> pasar modal			
Adjusted R Square	0,122	-0,005	A > B
Probabilitas (Sig.)	0,387	0,465	A > B
F Test	1,072	0,907	A > B
Pengaruh mikroekonomi terhadap resiko sistematis (<i>beta</i>) pasar modal			
Adjusted R Square	0,059	0,091	A < B
Probabilitas (Sig.)	0,214	0,034	A < B
F Test	1,544	2,768	A < B
Pengaruh makroekonomi terhadap <i>return</i> pasar modal			
Adjusted R Square	0,483	0,283	A > B
Probabilitas (Sig.)	0,000	0,000	A = B
F Test	11,919	8,939	A > B
Pengaruh makroekonomi terhadap resiko sistematis (<i>beta</i>) pasar modal			
Adjusted R Square	-0,024	-0,007	A < B

Probabilitas (Sig.)	0,546	0,480	A < B
F Test	0,722	0,834	A < B
Pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap <i>return</i> pasar modal			
Adjusted R Square	0,477	0,237	A > B
Probabilitas (Sig.)	0,000	0,001	A > B
F Test	5,564	4,144	A > B
Pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap resiko sistematis (<i>beta</i>) pasar modal			
Adjusted R Square	0,064	0,073	A < B
Probabilitas (Sig.)	0,269	0,102	A < B
F Test	1,340	1,802	A < B

Sumber: Saputra (2010)

BAB VIII
SYARIAHNYA PASAR MODAL SYARIAH:
PENETAPAN HARGA SAHAM TERTINGGI

Sejalan dengan pengembangan pasar modal Indonesia secara umum, industri pasar modal yang berbasis syariah diyakini dapat menjadi salah satu pilar kekuatan industri pasar modal Indonesia.

-Bapepem-LK-

Meski demikian, apakah ekonomi ramah agama seperti ini [ekonomi Islam – Pasar Modal Syariah] bisa bertahan menghadapi gempuran hebat dari ekonomi sekuler yang berbasis pasar bebas, masih menunggu pembuktian.

-Yudi Latif-

A. Pendahuluan

Sejalan dengan pengembangan pasar modal Indonesia secara umum, industri pasar modal yang berbasis syariah diyakini dapat menjadi salah satu pilar kekuatan industri pasar modal Indonesia. Dengan demikian, pengembangan pasar modal berbasis syariah menjadi perhatian khusus sebagai salah satu sasaran pengembangan pasar modal Indonesia. Berdasarkan pembahasan sebelumnya yaitu dalam pembahasan arah dan

pengembangan pasar modal syariah, Bapepam-LK dalam hal ini telah mencanangkan dan menjalankan dua strategi, yaitu: mengembangkan kerangka umum yang dapat memfasilitasi pasar modal syariah dan mendorong pengembangan produk berbasis syariah.

Pada bagian ini untuk pengembangan masa depan pasar modal syariah di Indonesia agar bisa bertahan menghadapi gempuran hebat dari ekonomi sekuler yang berbasis pasar bebas, yaitu dengan menetapkan harga saham tertinggi sehingga tercipta pasar modal syariah yang efektif, efisien, dan barokah, sebagai alternatif instrumen investasi dan globalisasi. Pada bagian ini juga akan dijelaskan analisa praktik spekulasi di pasar modal syariah dan penetapan harga saham tertinggi dapat meminimalisasi praktik spekulasi di pasar modal syariah yang dicemaskan oleh beberapa ulama dan tokoh.

Penetapan harga saham tertinggi ini dapat dijadikan sebagai ukuran atau analisa kualitas syariah pasar modal syariah itu sendiri. Pada bagian ini pula akan disajikan perbandingan perhitungan harga saham tertinggi dan harga saham perusahaan-perusahaan yang konsisten di pasar modal syariah di Indonesia (JII). Hasil perbandingan ini dapat dijadikan bahan untuk pengembangan pasar modal syariah di Indonesia.

B. Analisa Praktik Spekulasi di Pasar Modal Syariah

Berdasarkan penjelasan pada bagian sebelumnya, terkait dengan perbedaan antara investasi dan spekulasi, ditentukan oleh bagaimana mereka mendapatkan, memanfaatkan, dan berperilaku terhadap informasi. Spekulasi didefinisikan sebagai transaksi bisnis (pembelian atau penjualan benda, efek, dsb.) yang dilakukan untuk memetik keuntungan secepat mungkin dengan memanfaatkan perubahan harga. Investor mendasari keputusan investasinya pada informasi yang terpercaya tentang faktor-faktor fundamental perusahaan itu sendiri dan ekonomi melalui kajian yang komperhensif. Kegiatan investor ini disebut *rational speculation*. Para spekulan rasional ini sesungguhnya mendorong terciptanya akumulasi kapital yang mendorong perekonomian secara makro, karena investasi setiap orang didasari pada pencapaian performa perusahaan. Perusahaan yang telah listing di pasar modal dituntut efisien, *profitable*, dan prospektif jika ingin menarik hati investor di pasar modal.

Berlawanan dengan kelompok investor di atas adalah mereka yang disebut *blind speculation*. Investor-investor buta yang menimbulkan gejala-gejala negatif di pasar modal dan perekonomian, seperti perjudian, *short selling*, *insider trading*, sampai dengan isu yang kita kenal dengan istilah “saham goreng-gorengan”.

Informasi mengenai kinerja perusahaan yang dilihat dari rasio keuangannya sangat menentukan pergerakan harga/*return* saham (hipotesis efisiensi pasar). Semakin adil (*fair*) suatu informasi (*symmetric information*), semakin sulit seorang melakukan spekulasi. Sebaliknya, semakin tidak adil suatu informasi (*asymmetric information*), peluang untuk berspekulasi semakin terbuka. Informasi yang adil akan membuat pasar bergerak sesuai dengan kondisi ekonomi yang sebenarnya baik mikro maupun makroekonomi.

Ketersediaan informasi yang adil tersebut akan menciptakan pasar modal yang sehat sebagai sarana yang baik untuk mendapatkan dana yang murah bagi emiten dan sarana investasi yang likuid serta menguntungkan bagi semua pelaku pasar. Dengan demikian, kondisi pasar modal tersebut mencerminkan kondisi ekonomi sebenarnya baik mikro maupun makroekonomi. Perusahaan yang benar-benar memiliki kinerja yang baik akan memiliki harga sekuritas yang tinggi. Sebaliknya, perusahaan yang kinerjanya buruk, harga sekuritasnya akan ditawarkan rendah dan atau sama sekali tidak diminati investor.

Menurut salah seorang pakar pasar modal Islam Saad al Harran (1995), menyatakan bahwa,

Islam is not against speculation if it is made by genuine investors who have worked hard and analysed the macro- and micro-economic and financial fundamentals, and therefore have the right to speculate once the environment

at the stock exchange is conducive to do so. On the contrary, what Islam is against is insider trading and the role of rumours, whose main interests are to manipulate the market and force their counterparts (the genuine investors) to sell of their shares at lower prices, Islam categorically condemns that, because such actions will undoubtedly bring harm to others and to the society as a whole.

(Islam tidak menentang adanya spekulasi apabila hal itu dibuat oleh investor ‘asli’ yang telah bekerja keras dan menganalisa mikro dan makroekonomi serta dasar-dasar keuangan. Oleh sebab itu, mereka mempunyai hak untuk berspekulasi pada suatu kondisi ketika bursa saham sangat kondusif. Sebaliknya, apa yang sebenarnya ditentang oleh Islam adalah perdagangan orang dalam (*insider trading*) dan peran rumor, yang kepentingan utamanya adalah untuk memanipulasi pasar dan memaksa pesaingnya (investor ‘asli’) untuk menjual saham mereka dengan harga yang lebih rendah.)

Pandangan al Harran bahwa investor memiliki hak untuk berspekulasi pada suatu kondisi ketika bursa saham sangat kondusif senada dengan pandangan Keynes (1936) dan Samuelson & Nordhaus (1992) sebelumnya. Bahkan El-Ashkar (1995) dalam makalahnya berpendapat meskipun spekulasi sering spekulasi disalahkan sebagai akibat

volatilitas harga saham, namun pada tingkat yang wajar spekulasi masih dibutuhkan dalam sebuah pasar modal Islam,

Through speculation is often blamed for the volatility of share prices, the paper contends that a reasonable degree of speculation is still required in an Islamic stock exchange.

Pada kajian hukum Islam terkait dengan spekulasi pada bagian sebelumnya, disimpulkan, ketika keputusan investor tidak berdasarkan analisis mengenai mikro dan makroekonomi atau dapat dikatakan *game of chance*, maka dapat dikatakan ini tergolong spekulasi yang dalam hukum Islam disebut *maisir* atau *gambling* (judi). Sedangkan ketika keputusan investor melebihi informasi mikro dan makroekonomi sehingga terjadi *asymmetric information* dan atau terjadi *insider trading* (DSN No.: 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal), maka ini juga tergolong spekulasi yang dalam hukum Islam disebut *gharar* atau *jahala*.

Pandangan mengenai pengujian *insider trading* dalam hubungannya dengan informasi yang tersedia adalah penelitian yang dilakukan oleh Giovani dan Palmon (1985). Keduanya melakukan pengujian cerdas dengan mengkorelasikan kegiatan *insider* dengan informasi yang

diumumkan setelahnya untuk mengetahui apakah *insider* menggunakan informasi tersebut dalam perdagangannya. Hasilnya menunjukkan bahwa ternyata tidak ada hubungan antara *insider trading* dengan pengumuman tersebut (Jogianto, 2003: 430)

Berdasarkan penjelasan tersebut, Saputra (2010) mengambil kesimpulan berdasarkan pertimbangan beberapa pakar dan ulama, khususnya pandangan al Harran, Keynes, Samuelson & Nordhaus, El-Ashkar, dan ditambahkan oleh hasil penelitian Giovani dan Palmon, serta dalam perspektif hukum Islam tersebut yang kemudian dijadikan *grand concepts* (untuk pendekatan postpositivistik-rasionalistik), bahwa spekulasi dalam pengertian yang bertentangan dengan Islam (dilarang) adalah suatu bentuk keputusan investasi yang tidak didasarkan pada analisa mikro dan makroekonomi atau bisa dikatakan '*game of chance*' bukan '*game of skill*'. Sehingga indikatornya terkait dengan penelitian Saputra (2010) adalah spekulasi yang dilarang terjadi jika tidak ada pengaruh yang signifikan antara mikro dan makroekonomi terhadap pasar modal baik syariah dan pasar modal konvensional.

Berdasarkan hasil uji statistik penelitian Saputra (2010) diperoleh hasil bahwa mikro dan makroekonomi berpengaruh signifikan terhadap *return* pasar modal syariah (Sig. = 0,000), sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa tidak terjadi spekulasi yang dilarang pasar modal syariah. Hal

yang sama juga terjadi pada pasar modal konvensional, bahwa mikro dan makroekonomi berpengaruh signifikan terhadap *return* pasar modal konvensional (Sig. = 0,001), sehingga dapat diambil kesimpulan pula bahwa tidak terjadi spekulasi yang dilarang pasar modal konvensional.

Pada penelitian tersebut juga dibandingkan antara pasar modal syariah dan konvensional, yang menunjukkan pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap *return* pasar modal syariah lebih baik jika dibandingkan dengan pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap pasar modal konvensional, sehingga dapat pula diambil kesimpulan pula bahwa pasar modal konvensional lebih rentan terhadap praktik spekulasi yang dilarang bila dibandingkan dengan pasar modal syariah.

Namun, yang perlu diwaspadai dari hasil penelitian tersebut pada pengujian statistik mengenai pengaruh mikroekonomi terhadap *return* saham diperoleh hasil baik pasar modal syariah maupun konvensional mikroekonomi tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hal ini menunjukkan bahwa baik pasar modal syariah maupun pasar modal konvensional masih rentan akan praktik spekulasi yang dilarang. Dari sudut pandang ekonomi, pernyataan Keynes pantas untuk diulang disini: “para spekulan tidak terlalu membahayakan layaknya gelembung di atas aliran stabil perusahaan. Namun, posisinya akan menjadi serius ketika perusahaan menjadi gelembung dalam pusaran

spekulasi.” Untuk mengantisipasi terjadinya praktik spekulasi yang dilarang ini pada pasar modal syariah Saputra (2010) menawarkan untuk menetapkan harga saham tertinggi (HST) pada pasar modal syariah seperti yang telah dikembangkan oleh Metwally (1995).

Konsekuensi dari ini juga adalah menjadi tugas bagi seluruh *stakeholders* yang ada baik itu entitas perusahaan (manajemen perusahaan), investor, Bapepam-LK, Dewan Syariah Nasional (DSN)-MUI dan Dewan Pengawas Syariah (DPS) yang ada di pasar modal, para peneliti, manajer investasi atau reksadana, serta para pialang saham (broker) untuk mewujudkan pasar modal yang tidak hanya efisien dan efektif tetapi juga barokah. Bagi entitas perusahaan dibutuhkan kerja keras untuk meningkatkan kualitas fundamental perusahaan (mikroekonomi) serta kemampuan untuk menyajikan informasi tersebut kepada seluruh *stakeholders* terutama investor dengan murah dan mudah diakses. Bagi para investor dibutuhkan kedewasaan dan kecerdasan serta rasional dalam keputusan investasi di pasar modal berdasarkan seluruh informasi yang ada baik mikro maupun makroekonomi. Bagi Bapepem-LK beserta perangkat yang ada termasuk DPS untuk melakukan pengawasan terhadap transaksi saham yang ada terutama menyangkut identifikasi sejumlah kecil/ golongan yang mempengaruhi harga dari sekuritas, akses informasi yang sehat dan tidak

menimbulkan kecurangan termasuk menetapkan harga saham tertinggi (HST) pada pasar modal syariah.

C. Penetapan Harga Saham Tertinggi

Penetapan harga saham tertinggi merupakan bagian dari karakteristik struktur pasar modal syariah yang telah disampaikan pada pembahasan bagian sebelumnya, berdasarkan konsep yang dikembangkan oleh Metwally (1995). Penetapan ini bertujuan untuk mengantisipasi praktik spekulasi yang dilarang dan berbagai bentuk pelanggaran dalam perputaran saham di pasar modal seperti:

1. Mempengaruhi pengharapan dengan menyebarkan informasi yang salah, tidak jelas atau bias, dan tidak lengkap;
2. Membatasi penerbitan saham-saham baru; dan
3. Menciptakan rekayasa atau pasar palsu dengan penjualan pendek (*short selling*).

Jika praktik spekulasi yang dilarang tersebut dan atau salah satu dari praktik tersebut di atas terjadi, maka harga saham yang terjadi atau ditetapkan di pasar modal tidak akan sesuai dengan fundamental atau kinerja ekonomi perusahaan. Dengan kata lain pada pembahasan sebelumnya juga dikatakan tidak terjadi efisiensi di pasar modal.

Dalam pasar modal syariah, operasi pasar saham akan jauh berbeda berdasarkan konsep yang dikembangkan Metwally (1995), sebagai berikut:

- Hubungan permintaan akan saham dapat dinyatakan sebagai:

$$D = D(p)$$

Sedangkan hubungan penawaran dinyatakan dengan:

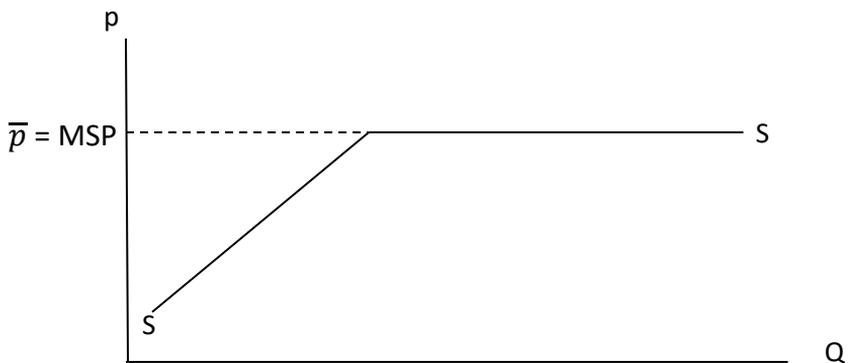
$$S = S(p, \bar{p})$$

Dimana:

p = harga saham saat ini

\bar{p} = HST (harga saham tertinggi)

- Untuk menguji operasi pasar modal syariah, akan diperlihatkan suatu konsep baru tentang kurva penawaran yang patah (*kinked supply curve*), sebagai berikut:



Kurva 8.1 Penawaran saham di pasar modal syariah

Bagian dari kurva yang elastis tidak terhingga menunjukkan bahwa p tidak akan dipengaruhi oleh jumlah penawaran. Dengan demikian para penjual tidak memperoleh keuntungan dari penjualan kembali (*with hoding sales*)

karena mengharapkan bahwa akan ada kenaikan harga. Perolehan maksimum yang dapat diraih adalah \bar{p} .

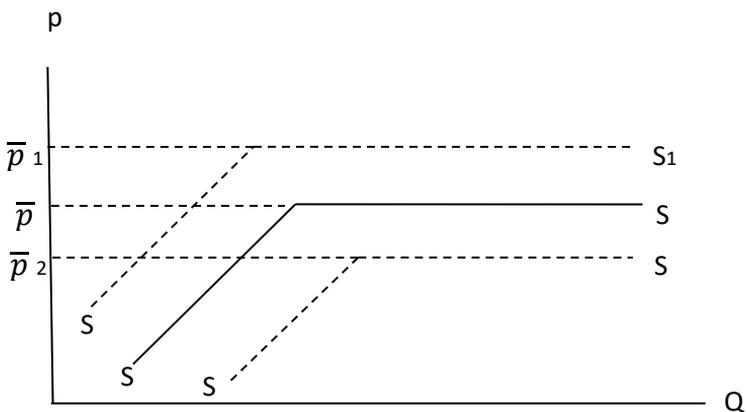
Kurva *kinked supply* tersebut mempunyai dua implikasi ekonomi:

1. Adanya harga saham maksimum yang dapat diperoleh para penjual saham. Harga ini ialah \bar{p} yang merupakan pernapjangan dari bagian yang elastic tidak terhingga pada kurva SS. Harga maksimum ini ditetapkan berdasarkan keseimbangan dan dinyatakan oleh perusahaan pada setiap periode waktu tertentu. Ini berarti bahwa ada batas maksimum yang dapat diperoleh penjual dengan memainkan pasar, tanpa terkait dengan usaha mereka untuk mempengaruhi jumlah yang ditawarkan. Keadaan ini sendiri akan membatasi pengaruh spekulasi yang dilarang terhadap pasar modal syariah. Para penjual mengetahui bahwa perolehan maksimum mereka dibatasi oleh kinerja atau fundamental perusahaan mereka sendiri dan bukan oleh tekanan pasar dari luar.
 2. Para penjual muslim, dapat menjual dengan harga kurang dari \bar{p} (HST), jika ingin mendapatkan likuiditas. Penawaran mereka ditentukan oleh porsi dari kurva SS ke sebelah kiri 'yang patah'.
- Yang membedakan pasar modal syariah dengan pasar modal konvensional ialah bahwa pada pasar modal syariah kinerja harga saham langsung, dan hampir

sepenuhnya terkait dengan kinerja perusahaan yang bersangkutan. Oleh karena itu dapat dibedakan antara dua tipe pergeseran kurva permintaan saham pada pasar modal syariah:

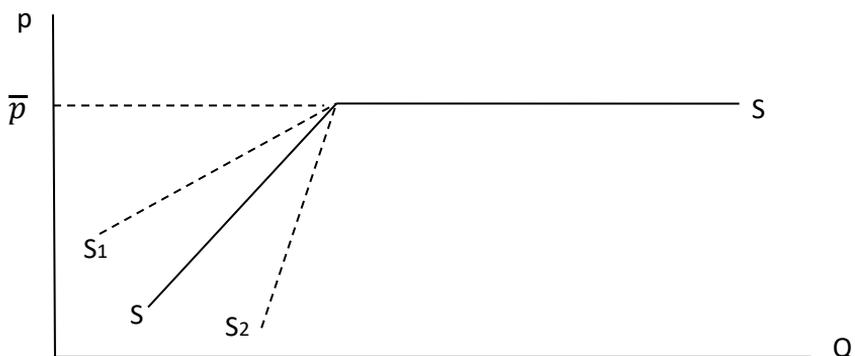
1. Pergeseran akibat kinerja perusahaan; dan
2. Pergeseran akibat faktor-faktor lainnya seperti keinginan untuk memperoleh likuiditas atau perubahan portofolio.

Pergeseran akibat kinerja perusahaan terjadi dalam rangka pergeseran kurva SS secara keseluruhan; ke atas (menunjukkan kurva kinerja perusahaan yang semakin baik) dan ke bawah (menunjukkan kinerja perusahaan yang kurang baik). Pergeseran ke atas, menunjukkan kenaikan \bar{p} (HST) sedangkan pergeseran ke bawah menunjukkan jatuhnya \bar{p} (HST), sebagai mana ditunjukkan oleh kurva berikut:



Kurva 8.2 Pergeseran dalam penawaran saham karena perubahan kinerja saham yang menerbitkan

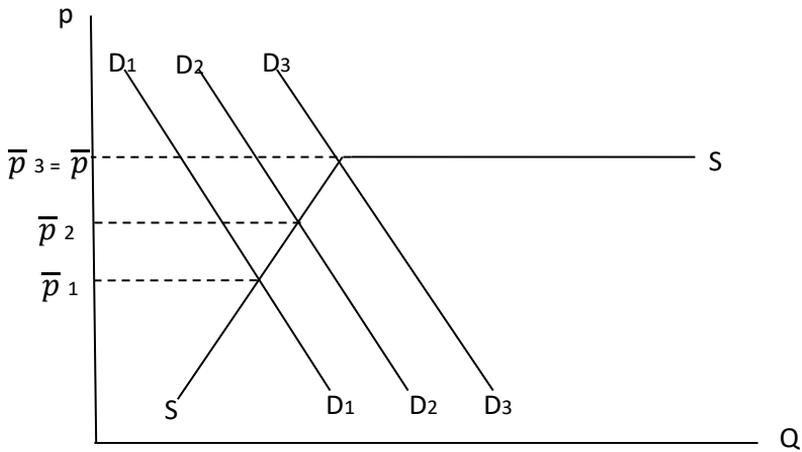
- Pergeseran kurva penawaran dikarenakan faktor-faktor lain, daripada kinerja perusahaan yang bersangkutan hanya dapat mempengaruhi porsi kekakuan, kurva SS yang terletak di sebelah kiri yang patah seperti terlihat pada kurva berikut:



Kurva 8.3 Pergeseran dalam penawaran saham karena faktor-faktor selain kinerja perusahaan yang menerbitkan

Oleh karena itu keinginan untuk mendapatkan likuiditas yang lebih akan menggeser kurva ke SS2 dan keinginan untuk memperoleh likuiditas yang lebih sedikit, (yaitu: peningkatan kecenderungan untuk menahan saham dalam jangka waktu lebih lama) akan menggeser kurva ke SS1. Pergeseran-pergeseran itu tidak mempengaruhi harga maksimum \bar{p} .

- Keseimbangan akan tercapai pada titik persinggungan kurva permintaan saham dan kurva penawaran yang patah. Ini diperlihatkan melalui kurva berikut:

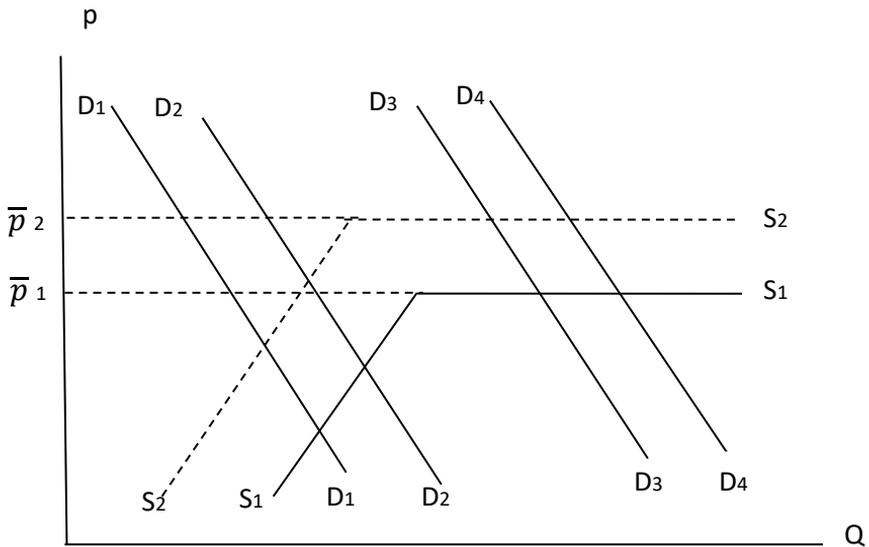


Kurva 8.4 Pembatasan harga pasar saham di pasar modal syariah

Perlu dicatat bahwa keseimbangan ini, dibanding dengan yang lainnya, adalah statis (*comparative static*). Jika $D1D1$ adalah kurva permintaan dan SS adalah kurva penawaran, maka harga saham ditentukan pada \bar{p}_1 . Suatu kenaikan dalam permintaan dengan penawaran yang tetap membawa kenaikan pada harga pasar. Ini berlanjut terus sampai kurva permintaan berpotongan dengan kurva penawaran ke kiri dari yang patah.

- Suatu perpotongan kurva permintaan dengan kurva penawaran ke sebelah kanan titik tersebut akan menghasilkan harga pasar yang sama dengan harga saham saham tertinggi yang dinyatakan dengan \bar{p} (HST). Dengan begitu maka pergeseran kurva permintaan ke kanan titik ‘yang patah’ itu tidak akan member pengaruh terhadap harga pasar saham.

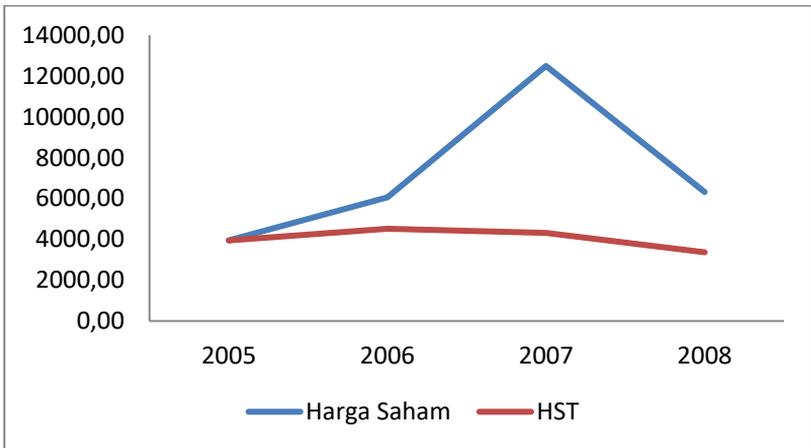
Harga ini hanya bisa naik jika kinerja perusahaan yang bersangkutan juga meningkat seperti ditunjukkan oleh kurva berikut:



Kurva 8.5 Keseimbangan pasar modal syariah dengan perkembangan dalam kinerja perusahaan

Berdasarkan penjelasan mengenai harga saham tertinggi (HST) dan perbandingannya dengan harga saham yang ideal pada pasar modal syariah, jika melihat dalam fakta empirik di Indonesia pada Jakarta Islamic Index (JII) yang diwakili oleh saham-saham perusahaan yang konsisten di JII selama periode Januari 2005 – Desember 2008 dan bukan tergolong saham LQ-45, (Saham-saham yang konsisten di JII selama periode Januari 2005-Desember 2008 dan bukan tergolong saham LQ-45, adalah ANTM (Aneka Tambang), BUMI (Bumi

Resources), INCO (International Nickel Indonesia), INTP (Indocement Tunggal Perkasa), KLBF (Kalbe Farma), PTBA (Tambang Batubara Bukit Asam), TLKM (Telkomunikasi), UNTR (United Tractors), dan UNVR (Unilever Indonesia)) maka perbandingan HST dan harga saham pada JII dapat dilihat pada kurva berikut:



Kurva 8.6 HST dan Harga Saham JII

Sumber: ICMD, diolah (2010)

Dari kurva atau fakta empirik tersebut terlihat bagaimana kondisi pasar modal syariah di Indonesia yang diwakili oleh JII belum ideal untuk mengantisipasi praktik spekulasi yang dilarang dan berbagai bentuk pelanggaran dalam perputaran saham. Terlihat harga saham di atas HST yang seharusnya di bawah atau berada di ambang batas HST sebagaimana penjelasan sebelumnya.

D. Penutup

Berdasarkan pembahasan tersebut dapat disimpulkan bahwa dengan penetapan harga saham tertinggi (HST) pada pasar modal syariah, dapat menghindarkan dari: praktik spekulasi yang dilarang, fluktuasi yang berlebihan pada harga saham, dan dapat memelihara tingkat likuiditas serta efisiensi pasar modal yang tinggi. Penetapan tersebut juga dapat menggambarkan bahwa kinerja pasar modal syariah juga terkait secara langsung dengan kinerja perusahaan yang menerbitkan saham, hal ini dapat dianalisis dengan kurva *kinked supply*.

Kemudian juga yang paling penting untuk mendukung terciptanya pasar modal syariah yang efektif, efisien, barokah, tangguh, dan berdaya saing global dibutuhkan peran seluruh *stakeholders* di pasar modal syariah. Untuk penetapan harga saham tertinggi (HST) diperlukan peran pemerintah untuk melakukan intervensi dan mengatur pasar modal secara umum dan pasar modal syariah secara khusus. Hal ini dapat dilakukan pemerintah dengan memberlakukan karakteristik ini (penetapan HST) pada struktur pasar modal Indonesia, baik dengan penerbitan atau revisi undang-undang pasar modal (UU No. 8 Tahun 1995) atau dengan peraturan lain, seperti peraturan pemerintah dan atau keputusan Bapepam-LK.

Bagi perusahaan atau emiten dibutuhkan kerja keras untuk meningkatkan kinerja perusahaan serta kemampuan

untuk menyajikan informasi tersebut kepada seluruh *stakeholders* terutama investor dengan baik, murah, cepat, dan mudah diakses. Bagi para investor dibutuhkan kedewasaan dan kecerdasan serta rasionalitas dalam keputusan investasi di pasar modal berdasarkan seluruh informasi yang ada baik fundamental perusahaan maupun makroekonomi. Bagi Bapepem-LK untuk melakukan pengawasan terhadap transaksi saham yang ada terutama menyangkut identifikasi sejumlah kecil/golongan yang mempengaruhi harga dari sekuritas, akses informasi yang sehat, dan tidak menimbulkan kecurangan.

Perlunya Dewan Pengawas Syariah pada pasar modal khususnya pasar modal syariah yang tidak hanya melakukan pengawasan terhadap kegiatan usaha perusahaan tetapi juga melakukan pengawasan terhadap transaksi saham di pasar modal berdasarkan prinsip-prinsip syariah, terutama untuk menghindarkan berbagai transaksi mengandung unsur *ribawi*, *maisir*, *gharar*, *najsy*, bahkan spekulasi yang dilarang. Hal ini juga senada seperti yang disampaikan Osmani dan Abdullah (2004),

Finally, there should exist a reliable Shari`ah monitoring council which will monitor the issuance and trading of shares and other stock related activities and products to make sure that the market follows the Islamic regulations and does not violate its limits.

Perlunya peran aktif para akademisi termasuk para pakar ekonomi Islam beserta DSN-MUI atau DPS dan Bapepam-LK untuk mensosialisasikan ekonomi Islam dan pasar modal syariah beserta perangkat-perangkat baik berupa fatwa-fatwa ekonomi Islam dan peraturan-peraturan terkait, kepada *stakeholders* terutama para investor dan emiten-emiten. Selain itu juga dibutuhkan sinergisitas berbagai pihak terutama akademisi atau pakar ekonomi Islam, DSN-MUI, Bapepam-LK, serta emiten yang terkait untuk melakukan terobosan dengan membuat berbagai produk-produk inovatif pasar modal syariah terutama menyangkut sekuritisasi dan derivatif untuk perkembangan pasar modal syariah secara khusus dan ekonomi Islam secara umum.

Perlunya sinergisitas antara lembaga keuangan syariah terkait, terutama antara pasar modal syariah dengan perbankan syariah dengan otoritas yang terkait misalnya Pemerintah, Bapepam-LK, dan Bank Indonesia (Deputi Perbankan Syariah) untuk menciptakan lembaga keuangan syariah yang berperan pada sektor riil yang produktif tidak hanya konsumtif. Sinergisitas lembaga keuangan syariah yang didukung oleh kebijakan-kebijakan pemerintah dalam meningkatkan perannya terhadap sektor riil yang produktif akan menciptakan perbaikan-perbaikan perekonomian dalam negeri dan meningkatkan pertumbuhan ekonomi Indonesia untuk ikut bersaing di kancah internasional dimana lembaga keuangan syariah sebagai penggeraknya.

DAFTAR PUSTAKA

Buku-Buku

- Abdul Azis Dahlan (Ed.), 1996. *Ensklopedi Hukum Islam*. Jakarta: PT Ichtiar Baru van Hoeve
- Al Qur'an dan Terjemahan
- Antonio, Muhammad Syafi'i, 1999. *Bank Syariah Suatu Pengenalan Umum*. Jakarta: Tazkia Institut
- Anwar, Syamsul, 2007. *Hukum Perjanjian Syariah tentang Teori Akad dalam Fikih Muamalah*. Jakarta: PT RajaGrafindo Persada
- Arifin dan Fakhruddin, 1999. *Kamus Istilah Pasar Modal, Akuntansi, Keuangan, dan Perbankan*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo
- Askari, Iqbal, dan Mirakhor, 2010. *Globalization and Islamic Finance: Convergence, Prospects, and Challenges*. Singapore: John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd.
- Askari, Iqbal, Krichene, dan Mirakhor, 2010. *The Stability of Islamic Finance: Creating a Resilient Financial Environment for a Secure Future*. Singapore: John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd
- Ayub, Muhammad, 2009. *Understanding Islamic Finance*. terjm. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama
- Badan Pusat Statistik. *Perkembangan Beberapa Indikator Utama Sosial-Ekonomi Indonesia, Maret 2009*. Jakarta: BPS
- Bank Indonesia. *Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 1998/1999 - 2008*

_____, 2009. Outlook Ekonomi Indonesia: Krisis Finansial Global dan Dampaknya terhadap Perekonomian Indonesia

_____, 2010. Outlook Perbankan Syariah 2011

Bapepam-LK. Indonesia Capital Market Master Plan 2010 – 2014. Departemen Keuangan Republik Indonesia Bapepam-LK.

_____. Statistik Pasar Modal. Departemen Keuangan Republik Indonesia Bapepam-LK, Biro Riset dan Teknologi Informasi.

_____, 2004. Studi Tentang Invesasi Syariah di Pasar Modal Indonesia. Jakarta: Departemen Keuangan Republik Indonesia Bapepam-LK.

_____, 2007. Studi Standar Akuntansi Syariah di Pasar Modal. Jakarta: Departemen Keuangan Republik Indonesia Bapepam-L

Basyir, Ahmad Azhar, 2000. Asas-asas Hukum Muamalat.

Yogyakarta : UII Press

Billah, Muhd Ma'sum, 2009. Penerapan Pasar Modal Islam.

Jakarta: Universitas al Azhar Indonesia

Burhanuddin S., 2008. Pasar Modal Syariah (Tinjauan Hukum).

Yogyakarta: UII Press

Chapra, M. Umar, 1997. Al Qur'an Menuju Sistem Monet Yang

Adil (Towards a just monetary system, Penerjemah: Drs.

- Lukman Hakim, MA.). Yogyakarta: PT. Dana Bhakti Prima Yasa
- Depkominfo, Depkeu, & Bappenas, 2009. Memahami Krisis Keuangan Global: Bagaimana Haris Bersikap? Jakarta: Badan Informasi Publik Departemen Komunikasi dan Informasi
- Djazuli, 2007. Kaidah-Kaidah Fikih: Kaidah-Kaidah Hukum Islam dalam Menyelesaikan Masalah-Masalah yang Praktis. Cet. Ke-2. Jakarta: Kencana Prenada Media Group
- Etzioni, Amitai, 1992. Dimensi Moral Menuju Ilmu Ekonomi Baru. terj. Bandung : Rosdakarya
- Firdaus NH., Muhammd (*Ed.*), 2005. Investasi Halal di Reksa Dana Syariah. Jakarta: Renaisan
- Gup, Benton E., 2005. Capital Market, Globalization, and Economic Development. New York: Springer
- Hartono, Jogyanto, 2003. Teori Portofolio dan Analisis Investasi, Edisi ketiga. Yogyakarta: BPF
- Huntington, Samuel, 1997. The Clash of Civilization and Remarking of World Order. New York: Simon and Schuster Touchstone
- _____, 2005. Pasar Efisien Secara Keputusan. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama
- Huda dan Nasution, 2008. Investasi Pada Pasar Modal Syariah. Jakarta: Kencana
- Hulwati, 2001. Transaksi Saham di Pasar Modal Indonesia Perspektif Hukum Ekonomi Islam. Yogyakarta: UII Press

- _____, 2009. *Ekonomi Islam: Teori dan Praktiknya dalam Perdagangan Obligasi Syariah di Pasar Modal Indonesia dan Malaysia*. Jakarta: Ciputat Press
- IFSB-IDB-IRTI. *Islamic Financial and Global Financial Stability*. April 2010
- Ikatan Akuntan Indonesia, 2009. *Standar Akuntansi Keuangan Indonesia*. Jakarta: Salemba Empat
- IMF, 2009. *World Economic Outlook April 2009*. Washington DC: IMF
- _____, 2010. *World Economic Outlook April 2010*. Washington DC: IMF
- Institute for Economic and Financial Research (ECFIN). *Indonesia Capital Market Directory (ICMD) 2006 - 2009*. Jakarta: BEI
- Jaribah bin Ahmad al-Haristi, 2006. *Fikih Ekonomi Umar bin Al-Khattab*. Penerjemah: Asmuni Sholihin Zamakhsyi. Jakarta: Khalifa
- Junaedi, 1990. *Pasar Modal Dalam Pandangan Hukum Islam (Suatu Tinjauan Religi Mengenai Transaksi Jual Beli Obligasi dan Saham di Bursa Efek Indonesia)*. Jakarta: Kalam Mulia
- J.M. Keynes, 1936. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. A Project Gutenberg of Australia eBook, Col Choat colc@gutenberg.net.au.
- Karim, Adiwarman A., 2008. *Ekonomi Mikro Islami*. Jakarta: PT RajaGrafindo Persada

- _____, 2008. *Ekonomi Makro Islami*. Jakarta: RajaGrafindo Persada
- _____, 2008. *Bank Islam: Analisis Fiqih dan Keuangan, Edisi III*. Jakarta: PT RajaGrafindo Persada
- Latif, Yudi, 2007. *Dialektika Islam: Tafsir Sosiologis Atas Sekularisasi dan Islamisasi Di Indonesia*. Yogyakarta: Jalasutra
- Mahkamah Agung RI, 2008. *Kompilasi Hukum Ekonomi Syariah (KHES)*. Eksklusive www.badilag.net
- Mankiw, Gregory, 2007. *MAKROEKONOMI, Edisi Keenam*. Jakarta: Erlangga
- Manurung, Alders Heymans, dkk., 2009. *Economic Outlook 2009: Perjuangan Melawan Krisis*. Jakarta: PT Finansial Bisnis Informasi
- Marzuki Usman, Singgih Riphath, Syahrir Ika, 1997. *Pengetahuan Dasar Pasar Modal*. Jakarta: Jurnal Keuangan dan Moneter
- Metwally, 1995. *Teori dan Model Ekonomi Islam*. Jakarta : PT. Bangkit Daya Insana
- Mishkin, Frederic S., 2008. *Ekonomi Uang, Perbankan, dan Pasar Keuangan Edisi VIII*. Penerjemah: Lana dan Beta. Jakarta: Salemba Empat
- Mu'allim, Amir dan Yusdani, 2004. *Ijtihad dan Legislasi Muslim Kontemporer*. Yogyakarta: UII Press
- M. Dagun, Save, 1997. *Kamus Besar Ilmu Pengetahuan*. Jakarta: Lembaga Pengkajian Kebudayaan Nusantara (LPKN)

- Nafik HR, Muhammad, 2009. Bursa Efek dan Investasi Syariah. Jakarta: Serambi
- Nasaruddin, Insan dan Surya, Indra, 2004. Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia. Jakarta: Kencana
- Nazir, Habib dan Hasanuddin, Muhammad, 2008. *Ensiklopedi Ekonomi dan Perbankan Syariah*. Bandung: Kafa Publishing
- Nur Duana, Ilfi, 2008. Hadis-hadis Ekonomi. Malang: UIN-Malang Pres
- Qardhawi, Yusuf, 2002. Fatwa-Fatwa Kontemporer, Jilid 3. Jakarta: Gema Insani
- Rahman, Afzalur, 1995. Doktrin Ekonomi Islam, Jilid 4. Terjm. Yogyakarta: PT. Dana Bhakti Wakaf
- Rahman, Fazlul, 1984. ISLAM. terjm. Bandung: Pustaka
- Republik Indonesia, 1995. Undang-Undang No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal
- Rivai, Veithzal, 2007. Bank and Financial Institution Management. Jakarta: PT RajaGrafindo Persada
- Rodoni, Ahmad & Yong, Othman, 2002. Analisis Investasi dan Teori Portofolio. Jakarta: PT RajaGrafindo Persad
- Sabiq, Sayyid, 1987. Fiqhus Sunnah, Jilid ke-4. Jakarta: Pena Pundi Aksara
- ash-Sahwi, Shahlah dan al-Mushlih, Abdullah, 2008. Fikih Ekonomi Keuangan Islam (Penerjemah: Abu Umar Basyir), Cetakan II. Jakarta: Darul Haq

- Salim, Peter, 2006. *The Contemporary English – Indonesia (With British and American Pronunciation and Spelling)*. Jakarta: Media Eka Pustaka
- Samsul, Mohamad, 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Erlangga
- Samuelson, Paul A. & Nordhaus, William D., 1992. *Ekonomi*, Edisi XII Jilid 2. Terjem. Jakarta: Erlangga
- Sjahrir dan Marzuki Usman, 1991. *Pendewasaan Pasar Modal*. Jakarta: Ikatan Sarjana Ekonomi Indonesia.
- Standard & Poor's, 2009. *Islamic Finance Outlook 2009*. The McGraw-Hill Companies
- Stiglitz, Joseph E., 2006. *Making Globalization Work*. New York: W. W. NORTON & COMPANY
- Supranto. 2004. *Statistik Keuangan Pasar Modal (Keuangan dan Perbankan)*, cetakan kedua. Jakarta: PT Rineka Cipta
- Syahrul, M. Afdi Nizar, Ardiyos, 2000. *Kamus Lengkap Ekonomi (Istilah-Istilah Akuntansi, Keuangan, dan Investasi)*. Jakarta: Citra Harta Prima
- Tim Penulis DSN-MUI, 2003. *Himpunan Fatwa Dewan Syariah Nasional, Edisi Kedua*. Jakarta: DSN-MUI dan BI
- Tim Penyusun Kamus Bahasa Indonesia, 2008. *Kamus Bahasa Indonesia*. Jakarta: Pusat Bahasa, Departemen Pendidikan Nasional RI
- The Banker*, 2009. Special Supplement: Top 500 Financial Islamic Institution, November 1.

- _____, 2010. Special Supplement: Top 500 Financial Islamic Institution, November 1.
- Warde, Ibrahim, 2009. Islamic Finance: Keuangan Islam Dalam Perekonomian Global (Penerjemah: Andriyadi Ramli). Yogyakarta: Pustaka Pelajar
- Yendra, Melvi (*Ed.*), 2009. Indonesia Economic Outlook 2010. Jakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia dan PT. Grasindo

Jurnal-Jurnal, Tesis-Tesis, dan Hasil Seminar

- Abdalloh, Irwan. Kinerja Pasar Modal Syariah Indonesia. Makalah pada Publik Edukasi Pasar Modal: Pasar Modal Syariah (Market Update Kinerja Pasar Modal Syariah). FE UII Yogyakarta, 21 Desember 2010.
- Auliayah, Robiatul dan Hamzah, Ardi, 2006. “Analisis Pengaruh Karakteristik Perusahaan, Industri, dan Ekonomi Makro Terhadap *Return* dan *Beta* Saham Syariah di BEJ”. Simposium Nasional Akuntansi (SNA) IX. Padang
- Bendjilali, 1996. “Assesment of the Practice of Islamic Financial Instrument: The Case of IDB Unit Investment Fund and Islamic Bank Portofolio”. Islamic Research and Training Institute IDB: Research Paper No.35
- Cahyaningsih, Suwardi, dan Setiawan, 2008. “Perbandingan Kinerja Reksa Dana Syariah dan Reksa Dana Konvensional”. Simposium Nasional Akuntansi (SNA) XI. Pontianak

- Chen, N. F., R. Roll, dan S. Ross.,1986. “Economic Forces and Stock Market”. The University of Chicago Press: *Journal of Business* 59 (3)
- Darmansyah, Renold. “Analisis Performa Saham Syariah antara yang Konsisten dan yang Tidak Konsisten dalam JII (Studi Perbandingan)”. *EKSIS (Jurnal Ekonomi Keuangan dan Bisnis Islami)* Vol. 2, No. 3, Juli-September 2006/Jumadi Tsaniyah-Sya’ban 1427 H. hal. 59-79
- El-Ashkar, Ahmed Abdel Fattah, 1995. “Toward An Islamic Stock Exchange In A Transitional Stage. *Islamic Economic Studies*, Vol. 3, No. 1
- Efkani dan Hassan, 2005. “Performance of Islamic Mutual Funds”. Kairo: 12th Economic Reseach Forum (ERF) Conference Paper, 19-21 December.
- Fama, Eugene F., “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”. *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969. (May, 1970)
- Hamzah, Ardi, 2005. “Analisis Pengaruh Ekonomi Makro, Industri dan Kararistik Perusahaan Terhadap *Beta* Saham Syariah”. Simposium Nasional Akuntansi (SNA) VII. Solo
- Hanafi, Syafiq M. “Corporate Governance: Kajian Empiris Cost of Capital Jakarta Islamic Index (JII) sebagai Ethical Investment”, dalam *As-Syir’ah*, Vol. 40 No. 1 Tahun 2006

- Al Harran, Saad. “*The Islamic Stock Exchange*”.
<http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/The%20Islamic%20Stock%20Exchange.files/filelist.xml>"><title>Title:
The Islamic Stock Exchange, didownload tanggal 14 Maret
201
- Hardeos, Yudi, 2009. “Aspek Hukum Instrumen Pasar Modal
(Studi Kritis Terhadap Transaksi Saham di Pasar Modal
dalam Perspektif Hukum Ekonomi Syariah)”. Tesis
Program Pascasarjana Magister Studi Islam, UII
Yogyakarta
- Hidaya Y W., Kanny. Edukasi Tentang Pasar Modal Syariah
Indonesia. Makalah pada Publik Edukasi Pasar Modal:
Pasar Modal Syariah (Market Update Kinerja Pasar Modal
Syariah). FE UII Yogyakarta, 21 Desember 2010.
- Karim Business Consulting, 2003. Islamic Stock Selection.
Training Pasar Modal Syariah, Basic Training: Fiqih and
Instrument (Bapepam-LK)
- Kartikasasi, Fadilah. “Efek Syariah di Indonesia”, disampaikan
pada Kuliah Non Kulikuler Ekonomi Islam “Pasar Modal
Syariah.” *Syariah Economics Forum* – Universitas Gajah
Mada. Yogyakarta, 26 April 2008
- Khan, Moh.Y, 2005. “Stock Market In Islamic Frame Work”.
Paper Presented at 6th Annual Conference Of Islamic
Economic & Finance

- Manurung, Alders Heymans, 2009. Evaluasi Ekonomi 2010 dan Prospek Ekonomi 2011. <http://www.fianansialbisnis.com>. Didownload tanggal, 1/05/2011
- Nasution, Mustafa E. & Maharani, Reny. “Hubungan Kausalitas Antara Variabel Makro dan Harga Saham Syariah Jakarta Islamic Index (JII). EKSIS (Jurnal Ekonomi Keuangan dan Bisnis Islami)”. Vol. 2, No. 3, Juli-September 2006/Jumadi Tsaniyah-Sya’ban 1427 H
- Nurpratama, Dwitya E., “Pengaruh Faktor Makroekonomi Terhadap Imbal Hasil Saham Syariah Jii Periode 1995-2004 Menggunakan *Arbitrage Pricing Theory* (APT)”. EKSIS (Jurnal Ekonomi Keuangan dan Bisnis Islami) Vol. 2, No. 3, Juli-September 2006/Jumadi Tsaniyah-Sya’ban 1427 H
- Osmani, Noor Muhammad & Abdullah, Faruk Md., 2004. “Towards an Islamic Stock Market: A review of Classical and Modern Literatures”. *International Islamic University Malaysia*
- Purwoko. “Analisis Peluang Penerbitan Obligasi Daerah Sebagai Alternatif Pembiayaan Infrastruktur Daerah”. Kajian Ekonomi dan Keuangan, Edisi Khusus. November 2005
- Rachmayanti, Farida T., “Analisis Kinerja Portofolio Saham Syariah Terhadap Pada Bursa Efek Jakarta Tahun 2001-2002”. EKSIS (Jurnal Ekonomi Keuangan dan Bisnis Islami) Vol. 2, No. 3, Juli-September 2006/Jumadi Tsaniyah-Sya’ban 1427 H

Saputra, Bambang, 2010. “Pengaruh Mikro dan Makroekonomi Terhadap Pasar Modal Syariah Serta Pengaruh Mikro dan Makroekonomi Terhadap Pasar Modal Konvensional (Studi Perbandingan Terhadap Praktik Spekulasi Perspektif Ekonomi Islam di Bursa Efek Indonesia)”. Tesis Program Pascasarjana Magister Studi Islam, UII Yogyakarta

Stiglitz, Joseph E., “Gobalization and growth in emerging markets”. Department of Economics, Columbia University, New York, NY 10027, USA: *Journal of Policy Modeling* 26 (2004) 465–484

Tauriq, Muhammad. Regulasi Pasar Modal Syariah. Makalah pada Publik Edukasi Pasar Modal: Pasar Modal Syariah (Market Update Kinerja Pasar Modal Syariah). FE UII Yogyakarta, 21 Desember 2010.

Walidi. “Peta Penawaran dan Permintaan atas Penerbitan Sukuk Daerah. Perpustakaan Universitas Indonesia”, Tesis. <http://www.lontar.ui.ac.id>. Didownload tanggal, 1/07/2010

Majalah dan Koran

“Darmin: Keuangan Syariah Lebih Tahan”. *Republika*, 22/07/2011

“Daya Saing: Indonesia Masih di Bawah Malaysia”. *Kompas*, 15/11/2010

Karim, Adiwarmanto A. “The Return of the Master”. *Republika*, 15/03/2010

Michael McMillen & John A. Crawford, "Sukuk in the First Decade: By the Numbers". Dowjones Islamic Market Indexes: Quarterly Newsletter, December 2008
Media Akuntansi, Edisi 56/Tahun XII/September 2006
"OKI Siapkan Indeks Syariah". Republika, 29/11/2010
Republika, 21/07/2010
S haring, Edisi 37 Thn IV Januari 2010
Siwi Tri Puji. "Moody's: Syariah Berpotensi, tapi Miskin Inovasi". Republika, 8/4/2010
Wawancara Republika. "Abdul Mannan: Kembangkan SDM Keuangan Syariah". Republika, 26/07/2010

Website

Data Kuantitatif BAZNAS. <http://www.baznas.or.id>
Enam Daerah Prospek Investor Sukuk Ritel. <http://www.bataviase.co.id>. Didownload tanggal 9/1/2010
Kementerian Koordinator Bidang perekonomian Republik Indonesia. Siaran Pers Evaluasi Ekonomi 2008 Dan Prospek 2009 oleh Pemerintah RI. Jakarta, 5 Januari 2009. <http://www.ekon.go.id>. Didownload tanggal 4/2/2010
Kementerian Keuangan: Pemda Dapat Terbitkan Sukuk. <http://www.republika.co.id>
Rawland, Pasaribu. Hipotesis Pasar Efisien. Diskusi ECONARCH Institute. rawland.pasaribu@gmail.com

Rizal, Sofyan, 2008. Saham Syariah, Pengertian, Peluang, dan Hambatannya di Indonesia.

<http://alhikmah.ac.id/index.php?pilih=news&mod=yes&aksi=lihat&id=13>. Didownload tanggal 1/1/2010

Ubah Pola Pikir Pembangunan Infrastruktur Daerah.

<http://www.bataviase.co.id>. Didownload tanggal 4/2/2010

<http://www.badilag.net>

<http://www.bapepamlk.depkeu.go.id>

<http://www.bi.go.id>

<http://www.bloomberg.com>

<http://www.idx.co.id>

<http://www.kantakji.com>

<http://www.mui.or.id>

<http://www.thebanker.com>

<http://www.yahoofinance.com>

Lampiran

Daftar Efek Syariah yang Masuk Dalam Perhitungan

Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)

(Lampiran Pengumuman BEI No. Peng-00097/BEI.PSH/05-2011 tanggal 11 Mei 2011)

No.	Kode	Nama Saham
1.	AALI	PT Astra Agro Lestari Tbk.
2.	ABBA	PT Mahaka Media Tbk.
3.	ACES	PT Ace Hardware Indonesia Tbk.
4.	AIMS	PT Akbar Indo Makmur Stimec Tbk.
5.	AKKU	PT Aneka Kemasindo Utama Tbk.
6.	AKPI	PT Argha Karya Prima Industry Tbk.
7.	ALFA	PT Alfa Retailindo Tbk.
8.	ALKA	PT Alakasa Industrindo Tbk.
9.	AMFG	PT Asahimas Flat Glass Tbk.
10.	AMRT	PT Sumber Alfaria Trijaya Tbk.
11.	ANTA	PT Anta Express Tour & Travel Service Tbk.
12.	ANTM	PT Aneka Tambang (Persero) Tbk.
13.	APLI	PT Asiaplast Industries Tbk.
14.	ARNA	PT Arwana Citramulia Tbk.
15.	ASGR	PT Astra Graphia Tbk.
16.	ASIA	PT Asia Natural Resources Tbk.
17.	ASII	PT Astra Internasional Tbk.

18.	ASRI	PT Alam Sutera Realty Tbk.
19.	ATPK	PT ATPK Resources Tbk.
20.	AUTO	PT Astra Otoparts Tbk.
21.	BAPA	PT Bekasi Asri Pemula Tbk.
22.	BATA	PT Sepatu Bata Tbk.
23.	BAYU	PT Bayu Buana Tbk.
24.	BCIP	PT Bumi Citra Permai Tbk.
25.	BIPP	PT Bhuwanatala Indah Permai Tbk.
26.	BISI	PT BISI International Tbk.
27.	BKDP	PT Bukit Darmo Property Tbk.
28.	BKSL	PT Sentul City Tbk.
29.	BMSR	PT Bintang Mitra Semestaraya Tbk.
30.	BMTR	PT Global Mediacom Tbk.
31.	BRAM	PT Indo Kordsa Tbk.
32.	BRPT	PT Barito Pacific Tbk.
33.	BSDE	PT Bumi Serpong Damai Tbk.
34.	BTEK	PT Bumi Teknokultura Unggul Tbk.
35.	BTON	PT Betonjaya Manunggal Tbk.
36.	BWPT	PT BW Plantation Tbk.
37.	CENT	PT Centrin Online Tbk.
38.	CITA	PT Cita Mineral Invstindo Tbk
39.	CKRA	PT Citra Kebun Raya Agri Tbk.
40.	CLPI	PT Colorpak Indonesia Tbk.
41.	CNKO	PT Eksploitasi Energi Indonesia Tbk.
42.	COWL	PT Cowell Development Tbk.

43.	CPDW	PT Cipendawa Tbk.
44.	CPIN	PT Chareon Pokphand Indonesia Tbk.
45.	CSAP	PT Catur Sentosa Adiprana Tbk.
46.	CTBN	PT Citra Tubindo Tbk.
47.	CTRA	PT Ciputra Development Tbk.
48.	CTRS	PT Ciputra Surya Tbk.
49.	DEWA	PT Darma Henwa Tbk.
50.	DGIK	PT Duta Graha Indah Tbk.
51.	DILD	PT Intiland Development Tbk
52.	DNET	PT Dyviacom Intrabumi Tbk.
53.	DPNS	PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk.
54.	DSSA	PT Dian Swastatika Sentosa Tbk.
55.	DUTI	PT Duta Pertiwi Tbk.
56.	DVLA	PT Darya-Varia Laboratoria Tbk.
57.	EKAD	PT Ekadharma International Tbk.
58.	ELSA	PT Elnusa Tbk.
59.	EMDE	PT Megapolitan Developments Tbk.
60.	EMTK	PT Elang Mahkota Teknologi Tbk.
61.	ENGR	PT Energi Mega Persada Tbk.
62.	EPMT	PT Enseval Putera Megatrading Tbk.
63.	ESTI	PT Ever Shine Tex Tbk
64.	ETWA	PT Eterindo Wahanatama Tbk.
65.	FAST	PT Fast Food Indonesia Tbk.
66.	FISH	PT FKS Multi Agro Tbk.
67.	FMII	PT Fortune Mate Indonesia Tbk.

68.	FPNI	PT Titan Kimia Nusantara Tbk.
69.	GDST	PT Gunawan Dianjaya Tbk.
70.	GDYR	PT Goodyear Indonesia Tbk.
71.	GMCW	PT Grahamas Citrawisata Tbk.
72.	GMTD	PT Gowa Makassar Tourism Development
73.	GOLD	PT Golden Retailindo Tbk.
74.	GPRA	PT Perdana Gapuraprima Tbk.
75.	GREN	PT Evergreen Investo Tbk.
76.	GTBO	PT Garda Tujuh Buana Tbk.
77.	GZCO	PT Gozco Plantation Tbk.
78.	HDTX	PT Panasia Indosyntec Tbk.
79.	HERO	PT Hero Supermarket Tbk.
80.	HEXA	PT Hexindo Adiperkasa Tbk.
81.	HITS	PT Humpuss Iintermoda Transportasi Tbk.
82.	HOME	PT Hotel Mandarin Regency Tbk.
83.	HRUM	PT Harum Energy Tbk.
84.	IATA	PT Indonesia Air Transport Tbk.
85.	ICBP	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk.
86.	ICON	PT Island Concepts Indonesia Tbk.
87.	IGAR	PT Champion Pacific Indonesia Tbk.
88.	IIKP	PT Inti Agri Resources Tbk.
89.	IKBI	PT Sumi Indo Kabel Tbk.
90.	INAF	PT Indofarma Tbk.

91.	INCI	PT Intanwijaya Intrnational Tbk.
92.	INCO	PT International Nickel Indonesia Tbk.
93.	INDR	PT Indo-Rama Synthetics Tbk.
94.	INDX	PT Indoexchange Tbk.
95.	INPP	PT Indonesia Paradise Property Tbk.
96.	INRU	PT Toba Pulp Lestari Tbk.
97.	INTP	PT Indocement Tunggal Prakasa Tbk.
98.	INVS	PT Inovisi Infracom Tbk.
99.	ITMG	PT Indo Tambangraya Megah Tbk.
100.	JIHD	PT Jakarta International Hotels & Development Tbk.
101	JKON	PT Jaya Konstruksi Manggala Pratama Tbk.
102.	JPRS	PT Jaya Pari Steel Tbk.
103.	JRPT	PT Jaya Real Property Tbk.
104.	JTPE	PT Jasurindo Tiga Perkasa
105.	KAEF	PT Kimia Farma Tbk.
106.	KARK	PT Dayaindo Resources International Tbk.
107.	KBLI	PT KMI Wire & Cable Tbk.
108.	KBLM	PT Kabelindo Murni Tbk.
109.	KBRI	PT Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk.
110.	KDSI	PT Kedawung Setia Industrial Tbk.
111	KICI	PT Kedaung Indah Can Tbk.

112.	KIJA	PT Kawasan Industri Jababeka Tbk.
113.	KKGI	PT Resource Alam Indonesia Tbk.
114.	KLBF	PT Kalbe Farma Tbk.
115.	KOIN	PT Kokoh Inti Arebama Tbk.
116.	KPIG	PT Global Land Development Tbk.
117.	KRAS	PT Krakatau Steel (Persero) Tbk.
118.	LAMI	PT Lamicitra Nusantara Tbk.
119.	LCGP	PT Laguna Cipta Griya Tbk.
120.	LION	PT Lion Metal Works Tbk.
121.	LMPI	PT Langgeng Makmur Industri Tbk.
122.	LMSH	PT Lionmesh Prima Tbk.
123.	LPIN	PT Multi Prima Sejahhtera Tbk.
124.	LPKR	PT Lippo Karawaci Tbk.
125.	LPLI	PT Star Pacific Tbk.
126.	LSIP	PT London Sumatera Indonesia Tbk.
127.	MAMI	PT Mas Murni Indonesia Tbk.
128.	MAMIP	PT Mas Murni Indonesia Tbk. (Saham Preferen)
129.	MAPI	PT Mitra Adiperkasa Tbk.
130.	MASA	PT Multistrada Arah Sarana Tbk.
131.	MBAI	PT Multibreeder Adirama Indonesia Tbk.
132.	MBSS	PT Mitrahahtera Segar Sejati Tbk.
133.	MBTO	PT Martina Berto Tbk.
134.	MDLN	PT Modernland Realty Ltd. Tbk.
135.	MDRN	PT Modern International Tbk.

136.	MERK	PT Merek Tbk.
137.	MFMI	PT Multifiling Mitra Indonesia Tbk.
138.	MICE	PT Multi Indocitra Tbk.
139.	MKPI	PT Metropolitan Kentjana Tbk.
140.	MLPL	PT Multipolar Tbk.
141	MNCN	PT Media Nusantara Citra Tbk.
142.	MPPA	PT Matahari Putra Prima
143.	MRAT	PT Mustika Ratu Tbk.
144.	MTDL	PT Metrodata Electronics Tbk.
145.	MTSM	PT Metro Realty Tbk.
146.	MYOH	PT Myoh Technology Tbk.
147.	MYOR	PT Mayora Indah Tbk.
148.	NIKL	PT Pelat Timah Nusantara Tbk.
149.	OMRE	PT Indonesia Prima Property Tbk.
150.	PDES	PT Destinasi Tirta Nusantara Tbk.
151	PGLI	PT Pembangunan Graha Lestari Indah Tbk.
152.	PJAA	PT Pembangunan Jaya Ancol Tbk.
153.	PKPK	PT Perdana Karya Perkasa Tbk.
154.	PSAB	PT Pelita Sejahtera Abadi Tbk.
155.	PTBA	PT Tambang Batubara Bukit Asam (Persero) Tbk.
156.	PTRO	PT Petrosea Tbk.
157.	PTSN	PT Sat Nusapersada Tbk.
158.	PYFA	PT Pyridam Farma Tbk.

159.	RAJA	PT Rukun Raharja Tbk.
160.	RALS	PT Ramayana Lestari Sentosa Tbk.
161	RBMS	PT Ristia Bintang Mahakotasejati Tbk.
162.	RDTX	PT Roda Vivatex Tbk.
163.	RICY	PT Ricky Putra Globalindo Tbk.
164.	RIGS	PT Rig Tenders Indonesia Tbk.
165.	RINA	PT Katarina Utama Tbk.
166.	ROTI	PT Nippon Indosari Corpinndo Tbk.
167.	SCBD	PT Danayasa Arthatama Tbk.
168.	SCMA	PT Surya Citra Media Tbk.
169.	SGRO	PT Sampoerna Agro Tbk.
170.	SHID	PT Hotel Sahid Jaya International Tbk.
171	SIAP	PT Sekawan Intipratama Tbk.
172.	SIPD	PT Sierad Produce Tbk.
173.	SKLT	PT Sekar Laut Tbk.
174.	SKYB	PT Skybee Tbk.
175.	SMAR	PT Smart Tbk.
176.	SMCB	PT Holcim Indonesia Tbk.
177.	SMDM	PT Suryamas Dutamakmurr Tbk.
178.	SMGR	PT Semen Gresik (Persero) Tbk.
179.	SMRA	PT Summarecon Agung Tbk.
180.	SMSM	PT Selamat Sempurna Tbk.
181	SONA	PT Sona Topas Tourism Industry Tbk.
182.	SQBB	PT Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk.

183.	SQBI	PT Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk.
184.	SQMI	PT Renuka Coalindo Tbk.
185.	SRAJ	PT Sejahteraraya Anugrahjaya Tbk.
186.	SRSN	PT Indo Acidamata Tbk.
187.	SSIA	PT Surya Semesta Internusa Tbk.
188.	STTP	PT Siantar Top Tbk.
189.	SUGI	PT Sugih Energy Tbk.
190.	TCID	PT Mandon Indonesia Tbk.
191.	TFCO	PT Tifico Fiber Indonesia Tbk.
192.	TINS	PT Timah (Persero) Tbk.
193.	TIRA	PT Tira Austenite Tbk.
194.	TLKM	PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk.
195.	TMPI	PT AGIS Tbk.
196.	TMPO	PT Tempo Intimedia Tbk.
197.	TOTL	PT Total Bangun Persada Tbk.
198.	TOTO	PT Surya Toto Indonesia Tbk.
199.	TPIA	PT Chandra Asri Petrochemical Tbk.
200.	TRAM	PT Trada Maritime Tbk.
201.	TRIL	PT Triwira Insanlestari Tbk.
202.	TRST	PT Trias Sentosa Tbk.
203.	TSPC	PT Tempo Scan Pacific Tbk.
204.	TURI	PT Tunas Ridean Tbk.

205.	ULTJ	PT Ultra Jaya Milk Industry & Trading Company Tbk.
206.	UNIC	PT Unggul Indah Cahaya Tbk.
207.	UNIT	PT Nusantara Inti Corpora Tbk.
208.	UNTR	PT United Tractors Tbk.
209.	UNVR	PT Unilever Indonesia Tbk.
210.	VOKS	PT Voksel Electric Tbk.
211.	WICO	PT Wicaksana Overseas International Tbk.
212.	WIKA	PT Wijaya Karya (Persero) Tbk.
213.	YPAS	PT Yanaprima Hasttapersada Tbk.
214.	ZBRA	PT Zebra Nusantara Tbk.