

**TELAAH PENERAPAN PRINSIP SYARIAH DAN  
PENGARUHNYA PADA KINERJA PASAR MODAL  
SYARIAH INDONESIA**

**JURNAL ILMIAH**

**Disusun oleh :**

**Arum Tunjungsari  
115020500111009**



**JURUSAN ILMU EKONOMI  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS BRAWIJAYA  
MALANG  
2016**

# TELAAH PENERAPAN PRINSIP SYARIAH DAN PENGARUHNYA PADA KINERJA PASAR MODAL SYARIAH INDONESIA

Arum Tunjungsari

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Brawijaya

Email: [arumtunjung@gmail.com](mailto:arumtunjung@gmail.com)

## ABSTRAK

Didirikannya pasar modal syariah di Indonesia yang mendorong praktik investasi sesuai dengan syariah Islam merupakan angin segar bagi pelaku pasar modal. Pasar modal syariah merupakan pasar modal yang pada pelaksanaannya mengaplikasikan prinsip-prinsip Islam. Terdapat dua jenis kriteria yang harus dipenuhi emiten dalam menerbitkan efek di pasar modal syariah, yaitu kriteria kualitatif dan kuantitatif. Kriteria kualitatif atau kriteria obyek usaha merupakan kriteria halal-haram jenis usaha yang dijalankan oleh perusahaan, sementara kriteria kuantitatif merupakan kriteria rasio keuangan perusahaan. Kriteria-kriteria tersebut dirumuskan ke dalam fatwa DSN-MUI dan peraturan Bapepam-LK, yaitu fatwa DSN-MUI Nomor 40, fatwa DSN-MUI Nomor 80, peraturan Bapepam-LK Nomor IX.A.13 dan peraturan Bapepam-LK Nomor II.K.1. Penelitian ini menggunakan metode literature review dengan pendekatan content analysis dan bertujuan untuk mengetahui perspektif Islam mengenai praktik investasi dan efek-efek di pasar modal. Selain itu penelitian ini juga bertujuan untuk mengetahui proses pembentukan kriteria dan prinsip syariah apa saja yang diterapkan di dalamnya, proses penerbitan efek syariah di pasar perdana, serta mekanisme pengawasan pengaplikasian kriteria syariah di pasar modal. Penelitian ini mendapatkan hasil bahwa meskipun pertumbuhan jumlah efek syariah beredar di Indonesia menunjukkan perkembangan yang pesat, akan tetapi pengembalian return efek di Jakarta Islamic Index (JII) tidak menunjukkan perbedaan yang terlalu signifikan dibanding dengan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang merupakan indeks pasarnya. Hal tersebut mungkin disebabkan karena perkembangan pasar modal syariah tidak diikuti dengan peningkatan volume dan frekuensi perdagangan efek di pasar sekunder, serta belum matangnya regulasi terkait pasar modal syariah dikarenakan perumusan regulasi tersebut dilakukan bersamaan dengan perkembangan pasar modal syariah itu sendiri.

**Kata kunci:** Prinsip Islam, kriteria syariah, efek syariah, screening process, kinerja indeks syariah

---

## A. PENDAHULUAN

### Latar Belakang

Islam merupakan petunjuk kehidupan yang dijalankan oleh seluruh Muslim. Islam merupakan agama yang komprehensif, integratif dan holistik yang mengatur seluruh aspek dalam kehidupan seorang Muslim baik dalam kehidupan duniawi maupun akhirat (*hereafter*). Seluruh Muslim dianjurkan untuk mencari kesejahteraan duniawi, dengan syarat tidak mengesampingkan aturan-aturan yang ada dalam Islam.

Dalam mencapai kesejahteraan duniawi, selain memenuhi kebutuhan saat ini, seorang Muslim juga harus mempersiapkan diri untuk memenuhi kebutuhan masa depan. Salah satu cara yang dilakukan adalah dengan berinvestasi. Meskipun begitu, kegiatan ekonomi konvensional yang lazim dilakukan saat ini masih belum memenuhi kriteria kesyariahan yang diberlakukan oleh Islam. Dalam praktek investasi saat ini, masih terdapat unsur-unsur yang tidak dibolehkan dalam Islam, seperti pengaplikasian riba (*interest*) serta praktik spekulasi. Maka dari itu untuk mengakomodir para investor yang ingin menginvestasikan modalnya dalam jalan yang dianjurkan oleh syariah Islam, pemerintah membentuk pasar modal syariah.

Dalam penerbitan efek, pasar modal konvensional tidak memiliki kriteria khusus untuk menyaring emiten yang hendak menjual efeknya di bursa. Akan tetapi, pasar modal syariah memiliki beberapa kriteria (*stock screening*) yang harus dipenuhi calon emiten untuk dapat menerbitkan efek di pasar modal syariah yang digunakan untuk mengelompokkan perusahaan yang bergerak dalam sektor yang dibolehkan oleh syariah sehingga efeknya layak untuk diterbitkan di bursa.

Kriteria penyaringan efek syariah tentu memiliki landasan hukum yang kuat dari sisi syariah. Namun metode yang digunakan dan bagaimana proses pembentukannya belum banyak

diketahui. Dalam teori *ushul fiqh*, metode yang digunakan akan sangat mempengaruhi ketentuan yang dihasilkan dan aplikasinya dalam konteks empiris. Maka dari itu, penelitian ini dilakukan untuk mengetahui apakah pengaplikasian kriteria syariah di Indonesia sudah berjalan sebagaimana yang diinginkan dan sesuai dengan kriteria Islam, dan mengetahui apa pengaruh yang dibawa oleh kriteria syariah tersebut terhadap pasar modal syariah Indonesia.

Berdasarkan uraian yang dipaparkan di atas, penulisan ini bertujuan untuk mengetahui perspektif Islam mengenai investasi dan efek di pasar modal, mekanisme pembentukan kriteria syariah dan aplikasinya di pasar modal syariah Indonesia, serta pengaruh penerapannya terhadap kinerja pasar modal syariah Indonesia. Untuk mengetahui tujuan yang ingin diteliti, kajian ini menggunakan teknik pengumpulan data kualitatif dan teknik penelusuran data *content analysis*. Penelitian ini dilakukan dengan cara meneliti bahan pustaka yang berupa buku teks, skripsi, tesis dan jurnal penelitian.

## **B. KETENTUAN ISLAM MENGENAI INVESTASI DAN EFEK SYARIAH**

### **Investasi Syariah**

Arifin (1999) menyebutkan bahwa dalam kamus istilah Pasar Modal dan Keuangan kata investasi diartikan sebagai penanaman uang atau modal dalam suatu perusahaan atau proyek untuk tujuan memperoleh keuntungan. Dalam kamus lengkap ekonomi, investasi didefinisikan sebagai penukaran uang dengan bentuk-bentuk kekayaan lain seperti saham atau harta tidak bergerak yang diharapkan dapat ditahan selama periode waktu tertentu supaya menghasilkan pendapatan.

Dalam Islam, investasi merupakan kegiatan *muamalah* yang dapat diartikan sebagai hukum-hukum *syara'* yang berkaitan dengan urusan dunia dan kehidupan manusia, seperti perdagangan dan lain sebagainya. Mengacu pada kaidah *fiqh*, hukum asal dari kegiatan muamalah itu adalah *mubah* (boleh) kecuali jelas ada larangannya (*haram*), berarti bahwa segala kegiatan muamalah yang baru muncul dan belum dikenal sebelumnya dalam ajaran Islam, dianggap dapat diterima kecuali terdapat implikasi dari al-Qur'an dan hadist yang melarangnya secara eksplisit maupun implisit (Yuliana, 2010).

Kegiatan berinvestasi diperlukan karena tidak ada seorang pun yang mengetahui apa yang akan terjadi di masa depan. Investasi modal yang sebaik-baiknya adalah tujuan dari semua aktivitas manusia hendaknya diniatkan untuk *ibtighai mardhatillah* (meraih keridhaan Allah). Dalam perspektif ekonomi Islam, investasi bukanlah bercerita tentang berapa keuntungan materi yang bisa didapatkan melalui investasi tersebut melainkan lebih didasarkan pada motivasi sosial untuk membantu sebagian masyarakat yang tidak memiliki modal namun memiliki kemampuan berupa keahlian dalam menjalankan usaha.

Investasi dalam Islam bisa dilihat dari tiga sudut: individu, masyarakat dan agama. Bagi individu, melakukan investasi merupakan kebutuhan fitrawi dimana setiap individu pemilik uang (modal) selalu berkeinginan untuk menikmati kekayaannya dalam waktu dan bidang seluas mungkin. Bagi masyarakat, investasi hendaknya memberikan kontribusi positif bagi masyarakat banyak dan lingkungan sekitar, baik untuk generasi kini dan masa mendatang. Sedangkan bagi agama, investasi hendaknya menjadi hakikat dari sebuah ilmu dan amal.

### **Efek Syariah**

Produk syariah di pasar modal antara lain berupa surat berharga atau efek. Berdasarkan Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UUPM), efek adalah surat berharga, yaitu surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek, dan setiap derivatif dari efek.

Efek di pasar modal syariah berupa efek yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah, oleh karena itu dikatakan sebagai efek syariah (Otoritas Jasa Keuangan, 2010). Dalam peraturan Bapepam dan LK Nomor IX.A 13 tentang Penerbitan Efek Syariah disebutkan bahwa efek syariah adalah efek sebagaimana yang dimaksud dalam UUPM dan peraturan pelaksanaan yang akad, cara dan kegiatan usaha yang menjadi landasan pelaksanaannya tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal. Efek syariah yang telah diterbitkan di pasar modal syariah meliputi saham syariah, obligasi syariah (*sukuk*) dan reksa dana syariah.

## C. KRITERIA SYARIAH SERTA PENGAPLIKASIANNYA DI PASAR MODAL SYARIAH

### Kriteria Syariah

Kamus Besar Bahasa Indonesia (KBBI) menuliskan definisi syariah sebagai hukum agama yang menetapkan peraturan hidup manusia, hubungan manusia dengan Allah SWT, hubungan manusia dengan manusia dan alam sekitar berdasarkan al-Qur'an dan Hadis. Syariah dalam arti sempit dijabarkan dengan pengertian *fiqh*, yakni hukum yang ditunjukkan dengan tegas oleh al-Qur'an dan al-Hadist (Harahap, 2011).

Dalam dunia keuangan, pengertian kriteria syariah atau *shariah screening* merujuk pada proses pengidentifikasian efek-efek yang ada di pasar modal sehingga menghasilkan kriteria efek tertentu yang sesuai dengan syariah Islam. Kriteria syariah menjadi dasar penilaian efek-efek yang sesuai agar emiten dapat *listing* efeknya di pasar modal syariah (Wiki Finance, 2012).

Susanto (2009) menuliskan sumber-sumber hukum syariah adalah sebagai berikut:

- Al-Qur'an, yaitu *kalam* Allah (wahyu) yang disampaikan kepada Nabi Muhammad SAW melalui Malaikat Jibril secara *mutawatir* (berurutan) dan dijadikan sumber hukum utama.
- As-Sunnah, yaitu segala sesuatu yang dinisbatkan kepada Nabi Muhammad SAW baik berupa perkataan, perbuatan maupun pembicaraan yang berkaitan dengan penetapan hukum dan merupakan sumber hukum kedua setelah al-Qur'an. Kedudukan *sunnah* sama dengan *hadits*.
- *Ijma'* Ulama, yaitu kesepakatan ulama mujtahid kaum muslimin setelah wafatnya Nabi Muhammad SAW atas hukum syara' mengenai suatu perkara. *ijma'* menempati urutan hukum setelah al-Qur'an dan as-Sunnah. Melalui *ijma'*, kalangan utama dapat menetapkan hukum yang bersifat mengikat dan harus dipatuhi.
- *Qiyas Syar'i*, yaitu metode pengambilan hukum yang ditempuh dengan cara menghubungkan hukum syara dengan perkara tertentu karena keduanya ada kesamaan *illat* (sebab) hukum.

Suatu efek yang diterbitkan di pasar modal dapat dikatakan memenuhi prinsip syariah apabila seluruh kegiatan penerbitan efek, termasuk akad/perjanjian penerbitnya tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah. Prinsip syariah tersebut antara lain transaksi yang dilakukan oleh para pihak harus bersifat adil, halal, *thayyib*, dan maslahat serta harus terbebas dari berbagai unsur larangan, antara lain *riba*, *maysir*, dan *gharar*. Untuk itu, penerbitan efek memerlukan adanya pernyataan kesesuaian syariah (*sharia compliance*) dari *sharia advisory board* suatu negara (Susanto, 2009).

### Sharia Advisory Board

*Shariah advisory board* merupakan salah satu elemen kunci struktur keuangan syariah yang bertugas menjamin semua barang dan jasa yang ditawarkan oleh suatu institusi keuangan memenuhi prinsip syariah. Pemerintah melalui Majelis Ulama Indonesia (MUI) membentuk Dewan Syariah Nasional (DSN) pada tahun 1999. Surat Keputusan Direksi Bank Indonesia No.32/34/KEP/DIR, tanggal 12 Mei 1999 mengenai Bank Umum Berdasarkan Prinsip Syariah menyebutkan DSN adalah dewan yang dibentuk oleh MUI yang bertugas dan memiliki kewenangan untuk memastikan kesesuaian antara produk, jasa dan kegiatan usaha bank dengan prinsip syariah.

DSN terdiri dari para ahli hukum Islam serta praktisi ekonomi terutama sektor keuangan baik bank maupun non bank yang berfungsi untuk menjalankan tugas-tugas MUI. Zulqarnain (2012), menyebutkan tugas lembaga ini antara lain:

- Mengembangkan penerapan nilai-nilai syariah dalam aktivitas ekonomi pada umumnya dan keuangan pada khususnya.
- Mengeluarkan fatwa-fatwa yang berkaitan dengan aktivitas, produk dan pelayanan keuangan syariah.
- Mengawasi pelaksanaan fatwa-fatwa yang telah dikeluarkan.

Disamping mempunyai tugas seperti yang disebutkan di atas, DSN juga memiliki kuasa untuk:

- Mengeluarkan fatwa-fatwa yang mengikat Dewan Pengawas Syariah (DPS) masing-masing institusi keuangan syariah dan menjadi dasar pelaksanaan hukum pihak berkaitan.

- Mengeluarkan fatwa-fatwa yang menjadi landasan bagi ketentuan/peraturan yang dikeluarkan oleh pemerintah, seperti Kementerian Keuangan dan Bank Indonesia.
- Memberikan rekomendasi nama-nama yang akan menjadi anggota DPS pada salah satu institusi keuangan syariah.
- Mengundang para ahli untuk menjelaskan suatu masalah yang diperlukan dalam pembahasan ekonomi syariah, termasuk otoriti moneter/institusi keuangan dalam maupun luar negara.
- Memberi peringatan kepada institusi keuangan syariah untuk menghentikan penyimpangan dari fatwa-fatwa yang telah dikeluarkan oleh DSN.
- Mengusulkan kepada pemerintah untuk mengambil tindakan apabila peringatan tidak dilaksanakan.

### Fatwa DSN-MUI Terkait Pasar Modal Syariah

Menurut Al-Jurjani fatwa berarti jawaban terhadap suatu permasalahan (*musykil*) dalam bidang hukum. Sedangkan secara terminologi, fatwa berarti keterangan-keterangan tentang hukum syara' yang tidak mengikat untuk diikuti. Seseorang yang mengeluarkan fatwa dikatakan sebagai mufti (Bapepam-LK, 2011). Fatwa memiliki fungsi *tabyin* dan *tajwih*. *Tabyin* artinya menjelaskan hukum yang merupakan regulasi praktis bagi lembaga keuangan khususnya yang diminta praktisi ekonomi syariah ke DSN dan *tajwih*, yakni memberikan petunjuk serta pencerahan kepada masyarakat luas tentang norma ekonomi syariah.

Fatwa-fatwa yang sudah diterbitkan oleh DSN-MUI berkaitan dengan pasar modal syariah ditunjukkan dalam tabel 1 di bawah ini:

**Tabel 1:** Fatwa DSN-MUI Terkait Pasar Modal Syariah

Nomor Fatwa	Isi Fatwa
No.40/DSN-MUI/IX/2003	Tentang pedoman umum penerapan prinsip syariah di pasar modal
No.65/DSN-MUI/III/2008	Tentang hak memesan efek terlebih dahulu
No.80/DSN-MUI/III/2011	Tentang penerapan prinsip syariah dalam mekanisme perdagangan efek bersifat ekuitas di pasar reguler bursa efek
No.05/DSN-MUI/IV/2000	Tentang jual beli salam
No.20/DSN-MUI/IX/2000	Tentang pedoman pelaksanaan investasi untuk reksadana
No.32/DSN-MUI/IX/2002	Tentang obligasi syariah
No.33/DSN-MUI/IX/2002	Tentang obligasi syariah <i>mudharabah</i>
No.41/DSN-MUI/III/2004	Tentang obligasi syariah ijarah
No.59/DSN-MUI/IV/2007	Tentang obligasi <i>mudharabah</i> konversi
No.66/DSN-MUI/III/2008	Tentang warrant syariah
No.69/DSN-MUI/VI/2008	Tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)
No.70/DSN-MUI/VI/2008	Tentang metode penerbitan SBSN
No.76/DSN-MUI/VI/2010	Tentang SBSN Ijarah Asset To Be Leased
No.71/DSN-MUI/VI/2008	Tentang Sale and Lease Back

Sumber: Susanto (2009)

### Transaksi yang Dilarang dalam Islam

Dalam berinvestasi, Allah SWT dan Rasul-Nya memberikan petunjuk dan rambu-rambu pokok yang seyogianya diikuti oleh setiap Muslim yang beriman. Satrio (2005) menyebutkan rambu-rambu tersebut adalah:

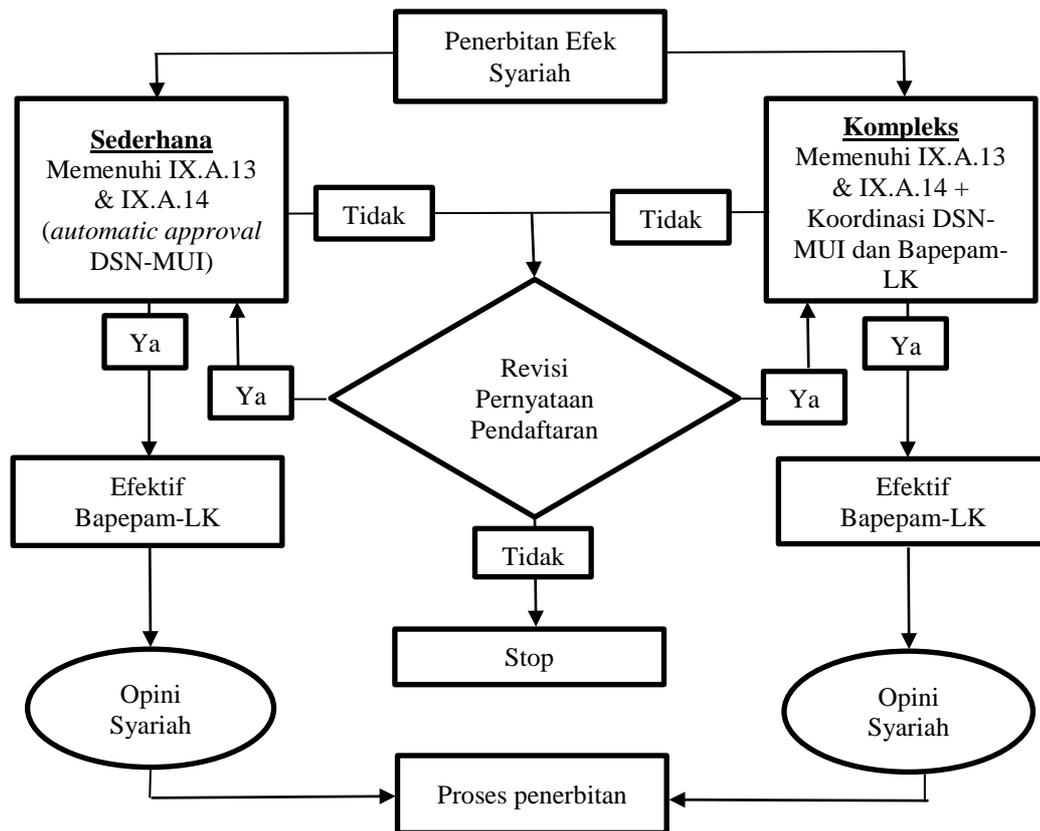
- *Riba*, yaitu setiap nilai tambah (*value added*) dari setiap pertukaran emas dan perak (uang) serta seluruh bahan makanan pokok tanpa adanya pengganti (iwadh) yang sepadan dan dibenarkan oleh syariah.”.
- *Gharar*, yaitu ketidakpastian (*uncertainty*). Jual beli *gharar* berarti sebuah jual beli yang mengandung unsur ketidaktahuan atau ketidakpastian (*jahalah*) antara dua pihak yang bertransaksi, atau jual beli sesuatu yang objek akad tidak diyakini dapat diserahkan.

- *Maysir* yang diartikan sebagai tempat untuk memudahkan sesuatu. Dikatakan memudahkan sesuatu karena seseorang yang seharusnya menempuh jalan yang susah payah akan tetapi mencari jalan pintas dengan harapan dapat mencapai apa yang dikehendaki, walaupun jalan pintas tersebut bertentangan dengan nilai serta aturan syariah.
- Haram, yaitu segala sesuatu yang dilarang oleh Allah SWT dan Rasul-Nya. Dalam kaidah *ushul fiqh* haram didefinisikan sebagai “sesuatu yang disediakan hukuman bagi yang melakukan dan disediakan pahala bagi yang meninggalkan karena diniatkan untuk menjalankan syariat-Nya”.
- *Syubhat* yang diartikan sebagai “sesuatu perkara yang dan tidak diketahui secara pasti apakah ia sesuatu yang halal dan haram, dan apakah ia hak ataukah *bathil*”. Tindakan *syubhat* disarankan untuk dihindari sebagaimana yang telah dinyatakan dalam kaidah *fiqh* yang berbunyi “apabila berkumpul antara yang halal dan yang haram, dimenangkan yang haram.”

### Penerbitan Efek Syariah

Ketentuan penerbitan efek syariah oleh emiten atau perusahaan publik yang menyatakan bahwa kegiatan usaha serta cara pengelolaan usahanya dilakukan berdasarkan prinsip-prinsip syariah di pasar modal adalah sebagai berikut:

**Gambar 1:** Proses Penerbitan Efek Syariah



Sumber: Huda & Heykal (2010)

Terdapat dua metode penerbitan efek syariah, yaitu metode sederhana dan metode kompleks. Berikut adalah penjabaran proses *go public* efek syariah:

- Dalam menerbitkan efek, emiten harus mengikuti Peraturan Nomor IX.A.1 mengenai Ketentuan Umum Pengajuan Pernyataan Pendaftaran atau Peraturan Nomor IX.B.1 mengenai Bentuk dan Isi Pernyataan Pendaftaran Perusahaan Publik serta peraturan Nomor Kep.-130/BL/2006 atau IX.A.13 mengenai Penerbitan Efek Syariah serta

Peraturan Nomor IX.A.14 mengenai Akad-Akad yang Digunakan dalam Penerbitan Efek Syariah di Pasar Modal. Emiten juga diharuskan mengungkapkan informasi tambahan dalam prospektus mengenai kegiatan usaha, jenis usaha, produk yang dihasilkan, cara pengelolaan perusahaan serta anggota direksi dan komisaris perusahaan.

- Apabila seluruh persyaratan sudah terpenuhi serta terdapat persetujuan dari DSN-MUI dan Bapepam-LK, perusahaan akan mendapatkan pernyataan efektif dan dapat memasuki pasar perdana. Apabila tidak disetujui, maka dilakukan revisi pernyataan pendaftaran. Apabila revisi tidak disetujui, maka Bapepam-LK dan DSN-MUI memiliki kuasa untuk menolak menerbitkan efek syariah.
- Setelah mendapatkan pernyataan efektif, emiten dapat meminta opini, nasihat atau pernyataan dari Ahli Syariah Pasar Modal (ASPM) terkait pelaksanaan penerapan prinsip syariah dalam kegiatan perusahaannya. Yang termasuk dalam ASPM adalah orang atau badan usaha yang pengurus dan pegawainya memiliki pengetahuan dan pengalaman di bidang syariah.

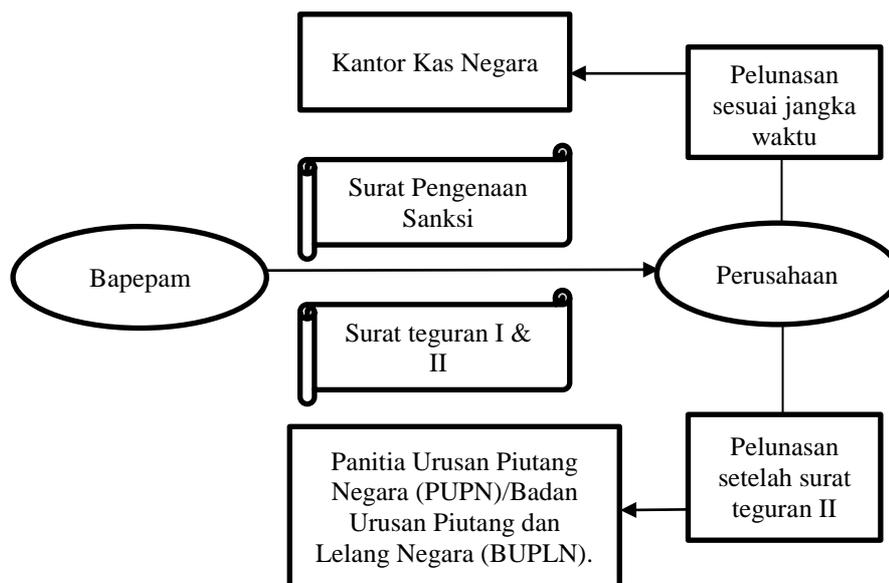
### Pengawasan dan Pengenaan Sanksi

Fungsi pengawasan di pasar modal dilakukan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) berdasarkan Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan. OJK adalah lembaga yang independen dan bebas dari campur tangan pihak lain, yang memiliki fungsi untuk menyelenggarakan sistem pengaturan dan pengawasan yang terintegrasi terhadap keseluruhan kegiatan pada sektor jasa keuangan. Dalam pengawasan pasar modal syariah, OJK bekerjasama dengan DSN-MUI demi pengembangan pasar modal syariah Indonesia yang lebih baik. Bentuk kerjasama OJK dengan DSN-MUI ada dalam tataran koordinasi, konsultasi, dan kerjasama. Bentuk-bentuk kerjasama Bapepam-LK dan DSN-MUI:

- Penyusunan peraturan Bapepam-LK dan fatwa DSN-MUI
- Penelaahan, pernyataan, pendaftaran, dan penerbitan efek syariah
- Pengawasan kepatuhan pemenuhan prinsip syariah
- Pengembangan produk pasar modal syariah
- Peningkatan kualitas sumber daya manusia

Setiap pihak yang melakukan pelanggaran peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal dikenai sanksi administratif berupa denda. Berdasarkan Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Nomor Kep-21/PM/1999 tentang tata Cara Penagihan Sanksi Administratif Berupa Denda, sistematika penagihan sanksi adalah sebagai berikut:

**Gambar 2:** Sistematika Penagihan Sanksi



Sumber: Diolah

Gambar 2 menjelaskan mengenai sistematika pengenaan sanksi kepada perusahaan yang melanggar aturan yang sudah diterapkan oleh Bapepam-LK. Penjelasan lebih mendetail adalah sebagai berikut:

- Kepala Biro Perundang-undangan dan Bantuan Hukum Bapepam atas nama Ketua Bapepam mengeluarkan surat pengenaan dan penagihan sanksi administratif berupa denda serta melimpahkan piutang macet.
- Pihak yang telah dikenakan sanksi denda wajib melunasi dan menyampaikan bukti pembayaran kepada Bapepam dalam jangka waktu 30 (tiga puluh) hari sejak surat sanksi administratif berupa denda ditetapkan. Pembayaran ditujukan kepada Kantor Kas Negara dengan menggunakan formulir surat setoran penerimaan negara bukan pajak (SSBP) dengan kode Map. 0892.
- Apabila dalam jangka waktu 30 hari denda tidak dilunasi, Bapepam akan memberikan surat teguran pertama untuk segera melunasi denda beserta bunga atas denda selambat-lambatnya 14 (empat belas) hari sejak ditetapkannya surat tegoran pertama, dengan menggunakan Formulir Nomor XIV.B.1-1 lampiran 1 peraturan ini. Besarnya bunga ditetapkan sebesar 2% (dua perseratus) per bulan sesuai dengan Undang-undang Nomor 20 Tahun 1997 tentang Penerimaan Negara Bukan Pajak.
- Apabila dalam jangka waktu 14 hari sanksi administratif berupa denda beserta bunga tidak dilunasi, maka Bapepam akan memberikan surat tegoran kedua dengan jangka waktu pelunasan selambat-lambatnya 14 (empat belas) hari sejak ditetapkannya surat tegoran tersebut, dengan menggunakan Formulir Nomor XIV.B.12.
- Apabila jangka waktu yang diberikan dalam surat teguran kedua untuk melunasi piutang telah lewat, maka piutang dikategorikan sebagai piutang macet yang pengurusannya dilimpahkan kepada Panitia Urusan Piutang Negara (PUPN)/Badan Urusan Piutang dan Lelang Negara (BUPLN).

#### **D. KRITERIA SYARIAH DI INDONESIA DAN PENGARUH PENGAPLIKASIANNYA TERHADAP PASAR MODAL SYARIAH INDONESIA**

##### **Kriteria Penerbitan Efek Syariah di Pasar Modal Indonesia**

Secara umum terdapat dua kriteria yang harus dipenuhi emiten agar dapat menerbitkan efek syariah, yaitu kriteria obyek usaha dan kriteria kuantitatif (rasio akuntansi). Kriteria obyek usaha adalah kriteria halal-haram inti bisnis yang dijalankan emiten, sedangkan kriteria kuantitatif merupakan kriteria yang diperuntukkan pada aspek keuangan perusahaan yang terdiri dari aspek modal, utang dan pendapatan perusahaan (Hanafi, 2011). Secara singkat, pemenuhan prinsip syariah dalam pasar modal dan seluruh mekanisme kegiatannya diatur dalam fatwa dan peraturan berikut:

- 1) *Fatwa DSN-MUI Nomor 40/DSN-MUI/IX/2003*: Kegiatan investasi di pasar modal syariah di Indonesia mengacu pada keputusan ketua DSN-MUI yang ditindaklanjuti dengan keputusan ketua Bapepam-LK. Penerapan umum prinsip syariah di pasar modal tertera dalam fatwa DSN-MUI Nomor 40 sebagai berikut:
  - Jenis usaha, produk barang, jasa yang diberikan dan akad serta cara pengelolaan perusahaan emiten atau perusahaan publik yang menerbitkan efek syariah tidak boleh bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah.
  - Jenis kegiatan usaha yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah sebagaimana dimaksud dalam pasal di atas, antara lain:
    - a. Perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang;
    - b. Lembaga keuangan konvensional (ribawi), termasuk perbankan dan asuransi konvensional;
    - c. Produsen, distributor, serta pedagang makanan dan minuman yang haram;
    - d. Produsen, distributor, dan/atau penyedia barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat *mudarat*;
    - e. Melakukan investasi pada emiten yang pada saat transaksi tingkat (*nisbah*) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan ribawi lebih dominan dari modalnya;

- Emiten atau perusahaan publik yang bermaksud menerbitkan efek syariah wajib untuk menandatangani dan memenuhi ketentuan akad yang sesuai dengan syariah atas efek syariah yang dikeluarkan.
  - Emiten atau perusahaan publik yang menerbitkan efek syariah wajib menjamin bahwa kegiatan usahanya memenuhi prinsip-prinsip syariah dan memiliki *Shariah Compliance Officer*.
  - Dalam hal emiten atau perusahaan publik yang menerbitkan efek syariah sewaktu-waktu tidak memenuhi persyaratan tersebut, maka efek yang diterbitkan dengan sendirinya sudah bukan sebagai efek syariah.
- 2) *Peraturan Bapepam-LK Nomor KEP-181/BL/2009 (IX.A.13)*: Kriteria DSN-MUI tersebut ditindaklanjuti dengan Keputusan Ketua Bapepam-LK Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah mengenai kegiatan usaha yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah yaitu:
- Perjudian dan permainan yang tergolong judi;
  - Perdagangan yang dilarang menurut syariah, antara lain perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang/jasa dan perdagangan dengan penawaran/permintaan palsu;
  - Jasa keuangan ribawi, antara lain bank berbasis bunga dan perusahaan pembiayaan berbasis bunga;
  - Jual beli risiko yang mengandung unsur ketidakpastian (*gharar*) dan/atau judi (*maysir*), antara lain asuransi konvensional;
  - Memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan dan/atau menyediakan antara lain barang atau jasa yang haram zatnya (*haram li-dzatihi*), barang atau jasa haram bukan karena zatnya (*haram li-ghairihi*) yang ditetapkan oleh DSN-MUI dan/atau barang atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.
  - Melakukan transaksi yang mengandung unsur suap (*risywah*);
- 3) *Peraturan Bapepam-LK Nomor KEP-208/BL/2012 (II.K.1)*: Selanjutnya peraturan tersebut ditindaklanjuti dengan Peraturan Nomor KEP-208/BL/2012 (II.K.1) tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah yaitu tidak melebihi rasio-rasio keuangan sebagai berikut:
- Total hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total aset tidak lebih dari 45% (45%:55%)
  - Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan usaha (revenue) dan pendapatan lain-lain tidak lebih dari 10%.
- 4) *Fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011*: Sementara itu pengaturan mengenai penerapan prinsip syariah dalam mekanisme perdagangan efek di pasar reguler diatur dalam fatwa DSN-MUI No.80 tahun 2011 yang berbunyi:
- Perdagangan efek di pasar reguler bursa efek menggunakan akad jual beli (*bai'*), dan akad dinilai sah apabila terjadi kesepakatan pada harga serta jenis dan volume tertentu antara permintaan beli dan penawaran jual;
  - Pembeli boleh menjual kembali efek setelah akad jual beli dinilai sah walaupun penyelesaian administrasi transaksi pembelinya dilaksanakan di kemudian hari;
  - Harga yang digunakan dalam transaksi jual beli efek ditetapkan berdasarkan kesepakatan yang mengacu pada harga pasar wajar melalui mekanisme tawar menawar yang berkesinambungan (*bai' al-musawamah*);
  - Efek yang diperdagangkan hanya efek yang bersifat ekuitas sesuai prinsip syariah dan tidak boleh melakukan kegiatan yang tidak sesuai dengan prinsip syariah
  - Perdagangan efek hanya boleh dilakukan oleh anggota bursa efek. Penjual dan pembeli yang bukan anggota bursa efek dan ingin melaksanakan perdagangan efek harus melakukan transaksi melalui anggota bursa efek menggunakan akad *ju'alah*.
  - Bursa efek wajib membuat aturan yang melarang terjadinya tindakan yang diindikasikan tidak sesuai dengan prinsip syariah Islam. Bursa efek juga wajib menyediakan sistem dan/atau sarana perdagangan efek dan berhak mengenakan *fee*

(*ujrah/rusum*) berdasarkan prinsip ijarah atas penyediaan sistem dan/atau sarana perdagangan kepada anggota bursa efek.

- Lembaga Kliring dan Penjaminan (LKP) dapat melakukan novasi atas perdagangan efek yang dilakukan anggota bursa serta berhak mengenakan *fee* atas jasa yang dilakukan.
- Penyimpanan dan penyelesaian atas perdagangan efek dilakukan melalui Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP) dan LPP dapat mengenakan *fee* dari anggota bursa efek atas jasa yang dilakukan.
- Tindakan yang tidak sesuai dengan prinsip syariah 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*, *maysir*, *risywah*, maksiat dan zhalim, *taghrir*, *ghisysy*, *najasy*, *ikhthikar*, *bai' al-ma'dum*, *talaqqi al-rukban*, *ghabn*, *riba* dan *tadlis*.

### **Identifikasi Transaksi yang Dilarang dalam Islam di Pasar Modal**

Terdapat dua elemen yang menjadi kunci dalam praktik investasi, yaitu *risk* (risiko) dan *return* (imbal balik). Selain mengharapkan kepuasan batin dan *maslahah*, investor di pasar modal syariah tentunya mengharapkan keuntungan yang sebanding dengan risiko yang ada. Dalam dunia pasar modal terdapat istilah *high risk*, *high return* yang berarti semakin tinggi risiko maka keuntungan yang didapat juga akan semakin meningkat. Didukung dengan perkembangan teknologi, perubahan regulasi serta globalisasi, para pelaku pasar modal memanfaatkan hasrat mendapatkan keuntungan yang tinggi dengan cara menawarkan berbagai macam produk dan skema investasi yang menjanjikan keuntungan tinggi dengan risiko yang rendah. Hal tersebut memungkinkan adanya tindakan-tindakan *moral hazard* yang mendorong pelaku pasar modal untuk melakukan tindakan destruktif demi mendapat keuntungan, dan yang paling sering dilakukan dalam pasar modal adalah praktik spekulasi dan *riba*.

Pengertian spekulasi secara umum merujuk pada apapun yang berkaitan dengan kemungkinan dan ketidakpastian di masa depan. Hampir semua kegiatan ekonomi memiliki risiko yang menimbulkan unsur ketidakpastian, contohnya perusahaan yang bangkrut karena kesalahan manajemen ataupun adanya bencana alam. Hal tersebut tidak bisa sepenuhnya diprediksi, maka dari itu pelaku kegiatan ekonomi harus melakukan spekulasi pada tingkat tertentu agar bisa menghindari kemungkinan kerugian di masa mendatang. Islam tidak melarang keseluruhan dari praktik spekulasi, akan tetapi Islam mewajibkan umatnya untuk membedakan spekulasi yang dibolehkan syariah serta yang dilarang.

Al Yousef (2005) menegaskan bahwa spekulasi seperti yang dipraktikkan di industri keuangan saat ini merupakan bentuk dari *gharar* dan *maysir*. *Gharar* berarti tindakan atau risiko yang hasilnya tidak dapat diketahui atau dipastikan, sedangkan *maysir* merujuk pada tindakan berjudi untuk mengambil keuntungan dengan menghalalkan berbagai cara. Praktik spekulasi seperti *hedging*, diversifikasi dan transaksi derivatif seperti *forward*, *future*, *options* dan *swaps* dilarang dalam Islam karena aktivitas tersebut tidak didasari oleh kejelasan informasi tapi lebih kepada adanya ketamaman dan kesempatan untuk mengambil keuntungan lebih tinggi sehingga berdampak pada timbulnya ketidakpercayaan di antara pelaku pasar modal. Dengan kata lain, keuntungan dari praktik spekulasi seringkali didapatkan dengan cara mengambil hak orang lain. Maka dari itu, spekulasi yang dilarang dalam Islam adalah ketika keuntungan suatu pihak merugikan pihak lain dan tidak ada unsur saling memakmurkan di dalamnya.

Krisis ekonomi yang sebagian besar disebabkan oleh praktik spekulasi sudah beberapa kali terjadi, diantaranya adalah krisis Meksiko pada tahun 1995, krisis Asia pada tahun 1997-1998 serta krisis di Amerika pada tahun 2008. Pada tahun 1990-an, Meksiko yang sudah terpuruk dikarenakan krisis yang disebabkan oleh gagal bayar (*default*) di tahun 1980 mengumumkan devaluasi peso sebesar 15%. Hal tersebut memperburuk inflasi serta menimbulkan tindakan-tindakan spekulatif yang bersifat jangka pendek dan fluktuatif sehingga menyebabkan ketidakstabilan di pasar modal.

Di Asia, re-evaluasi yen di pertengahan 1980 memaksa perusahaan manufaktur Jepang merelokasi sebagian besar pabrik ke Asia Tenggara yang menyebabkan arus investasi langsung untuk Jepang mengalir ke Asia Tenggara. Hal tersebut menarik spekulasi yang tertarik dengan rendahnya tingkat bunga di negara-negara industri di Asia pada awal 1990-an. Krisis ditandai dengan diumumkannya depresiasi bath dan meningkatnya tindakan spekulatif di pasar modal.

Di Amerika, perilaku konsumtif masyarakatnya membuat banyak lembaga keuangan yang memberikan kredit kehilangan likuiditas karena piutang perusahaan kepada kreditor perumahan telah digadaikan kepada lembaga pemberi pinjaman. Pada akhirnya perusahaan-perusahaan tersebut bangkrut karena tidak dapat membayar hutang-hutangnya yang mengalami jatuh tempo secara bersamaan dan membuat bursa saham tidak berdaya. Hal tersebut membuat suku bunga menjadi murah dan mengakibatkan timbulnya spekulasi yang berlebihan.

Dari ringkasan krisis ketiga negara tersebut sudah terlihat bahwa ketidakstabilan sebagian besar disebabkan oleh transaksi spekulatif yang dimudahkan oleh deregulasi keuangan serta liberalisasi neraca modal di negara maju dan negara berkembang. Tindakan spekulasi menyebabkan gangguan stabilitas kebijakan, pembatasan kredit, penurunan produksi, peningkatan pengangguran, peningkatan kemiskinan dan lain-lain (Yousef, 2005).

Apabila dilihat dari perspektif Islam, masalah-masalah yang muncul baik dalam transaksi pasar modal ataupun komunitas masyarakat modern pada umumnya merupakan dampak dari tingkah laku manusia sendiri. Masalah-masalah tersebut merupakan dampak dari menurunnya nilai moral yang sepatutnya dijadikan acuan dalam bermasyarakat. Ketamakan, kemalasan serta rendahnya niat untuk berbagi menghalangi umat manusia untuk melakukan hal yang diperintah Allah SWT dan menjauhi larangan-Nya. Dalam Islam, krisis dapat timbul ketika kita melanggar batas yang sudah ditentukan Allah SWT dalam aspek manapun dalam hidup, dan akan selalu ada harga yang harus dibayar dalam berbagai bentuk. Umat Muslim senantiasa diingatkan bahwa segala perbuatan *dzalim* yang dilakukan di dunia akan mendapat ganjaran di akhirat (*afterlife*) maka dari itu sudah sewajarnya umat Muslim menghindari perbuatan-perbuatan yang merugikan orang lain seperti yang tercantum dalam al-Qur'an surat al-Maidah ayat 8 yang artinya:

“...*Berlaku adillah, karena adil itu lebih dekat kepada takwa. Dan bertakwalah kepada Allah, sesungguhnya Allah Maha Mengetahui segala sesuatu yang kamu kerjakan.*”  
(QS. al-Maidah, 5:8)

Beberapa pakar dan pembuat kebijakan dari berbagai latar belakang memberikan beberapa alternatif sebagai solusi untuk menahan modal spekulatif, yaitu dengan cara perbaikan dan restrukturisasi hukum dan regulasi yang diaplikasikan dalam pasar modal agar terjadi transparansi dan terhindar dari tindakan *moral hazard*. Dalam kasus pasar modal syariah, perlu ditetapkan hukum dan regulasi yang benar-benar merujuk kepada syariah Islam. Ahmed (2009) dalam penelitiannya menyimpulkan tindakan yang harus diambil oleh seluruh pelaku pasar modal syariah agar tercipta kestabilan, yaitu:

- Pihak regulator harus mengelola regulasi mengenai risiko dalam pasar modal dengan cara membangun pilar regulasi yang komprehensif dan ketat, serta harus berani mengintervensi ketika terjadi informasi yang *misleading* mengenai badan institusi itu sendiri maupun produk-produk keuangan yang ditawarkan. Pihak regulator diharapkan dapat melindungi investor dan praktik keuangan yang tidak adil, menipu dan *dzalim*.
- Pihak perusahaan berkewajiban membatasi parameter risiko dan keuntungan serta mengenalkan budaya dan praktik manajemen yang merujuk pada prinsip syariah.
- Perlu adanya pemahaman yang lebih mendalam mengenai berbagai macam-risiko di produk keuangan Islam serta dibentuknya alat dan mekanisme kontrol yang mumpuni. Untuk kedepannya, institusi keuangan syariah dapat menciptakan produk syariah yang menggunakan pendekatan fungsional untuk meminimalisir risiko.

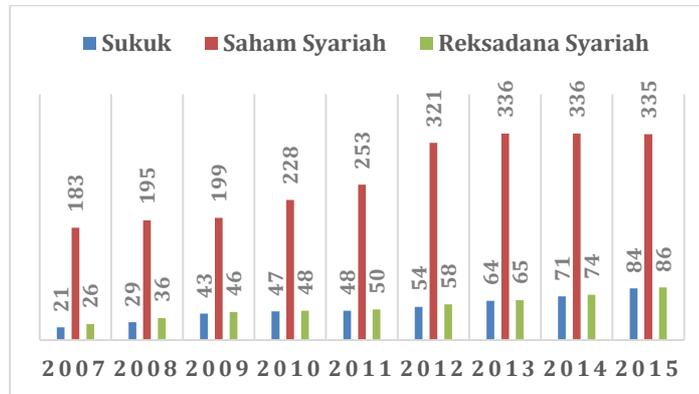
### **Analisis Pengaruh Penerapan Prinsip Syariah pada Kinerja Pasar Modal Indonesia**

Sebagai wadah *ethical investment*, pasar modal syariah tidak hanya harus memenuhi kebutuhan moral investor yang ingin menginvestasikan uangnya ke dalam sektor yang lebih sesuai dengan syariah, tapi juga diharapkan dapat meningkatkan return secara materi. Berkembangnya pasar modal dapat dijadikan sebagai tolak ukur partisipasi masyarakat baik dalam negeri maupun luar negeri untuk meningkatkan perekonomian melalui kinerja instrumen-instrumennya.

Berdasarkan pertumbuhan jumlah efek yang beredar, pasar modal syariah Indonesia mengalami perkembangan yang cukup signifikan ditandai dengan bermunculannya produk-produk baru guna memudahkan investor dalam menginvestasikan dananya. Produk syariah yang tersedia hingga akhir 2014 terdiri dari efek syariah berupa saham syariah, sukuk, reksa dana syariah, dan *exchange traded funds* (ETF) syariah, serta layanan syariah di antaranya berupa *online trading* syariah. Jumlah efek syariah yang beredar pun mengalami kenaikan yang cukup signifikan.

Kenaikan jumlah efek syariah tahun 2007-2015 dapat dilihat pada gambar 3 berikut:

Gambar 3: **Perkembangan Efek Syariah Berdasarkan Daftar Efek Syariah (DES) tahun 2007-2015**



Sumber: Otoritas Jasa Keuangan, diolah

Berdasarkan data yang ditunjukkan pada gambar 3, jumlah saham syariah terus mengalami kenaikan yang signifikan dari tahun 2007 hingga tahun 2012 dengan rata-rata kenaikan jumlah saham syariah sebanyak 27 saham syariah setiap tahunnya. Meskipun mengalami fase pasang surut, proporsi jumlah saham syariah sudah mencapai lebih dari 50% dari total saham (syariah dan konvensional). Menurut laporan yang dipublikasikan OJK, hingga tahun 2015 mayoritas saham syariah berasal dari sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi yaitu sebanyak 26,41% dari seluruh saham syariah. Selebihnya dari sektor Properti, Real Estate dan Konstruksi sebanyak 16,02%, sektor Industri Dasar dan Kimia sebanyak 13,3% dan sektor lainnya masing-masing dibawah 10%.

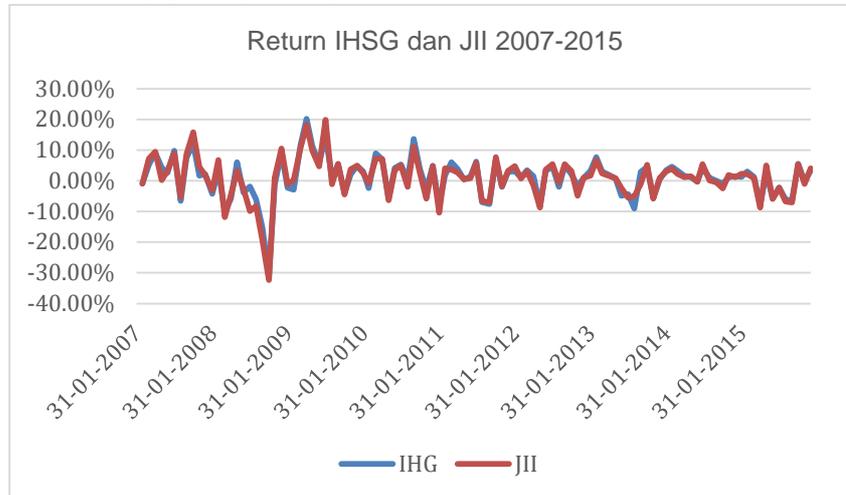
Untuk sukuk, dapat dilihat pada gambar 3 dari tahun 2007-2015 sukuk mengalami kenaikan bertahap dengan rata-rata pertambahan 7 sukuk setiap tahunnya. Berdasarkan kajian yang dilakukan oleh Kementerian Keuangan Republik Indonesia (2012), perkembangan sukuk sejak diterbitkan mengalami peningkatan yang cukup baik tiap tahunnya meskipun proporsinya dibandingkan dengan obligasi konvensional masih relatif kecil. Data Bapepam-LK menunjukkan bahwa setelah fatwa DSN-MUI tahun 2004 resmi dikeluarkan, 7 (tujuh) emiten mendapat pernyataan efektif Bapepam untuk dapat menawarkan sukuk menggunakan akad *mudharabah* dengan emisi sebesar Rp. 642 milyar. Menyusul setelah itu, hingga Juli 2007 tercatat sebanyak 15 sukuk yang menggunakan akad *ijarah* diterbitkan. Selanjutnya hingga April 2012 sebanyak 26 sukuk diterbitkan. Hal ini menunjukkan antusiasme pelaku pasar modal yang meningkat terhadap sukuk.

Selain saham syariah dan sukuk, reksadana syariah juga menunjukkan perkembangan yang signifikan. Berdasarkan siaran pers Bapepam-LK akhir tahun 2010, terjadi pertumbuhan yang cukup menggembirakan pada investasi reksadana. Jumlah reksadana syariah meningkat sebesar 6,5%, dari 46 reksadana menjadi 48 reksa dana. Ditinjau dari NAB, total NAB reksadana syariah pada Desember 2010 mencapai Rp 5,17 triliun, meningkat 9,71% dari NAB akhir tahun 2009 sebesar Rp 4,63 triliun. Namun disisi lain terjadi penurunan proporsi NAB reksadana syariah terhadap total NAB reksa dana, dari 4,09% pada akhir 2009 menjadi 3,56% pada akhir tahun 2010 (Bapepam-LK, 2010).

Dari aspek pengembalian return, beberapa penelitian telah dilakukan untuk mengetahui tingkat pengembalian return indeks syariah dengan indeks pasarnya, diantaranya adalah penelitian yang dilakukan oleh Bauer, Oedjik dan Otten (2000) yang menunjukkan tidak signifikannya perbedaan return *ethical funds* dengan *conventional funds*. Hasil tersebut merupakan suatu bukti bahwa pembatasan etika dalam penyusunan portofolio tidak mempengaruhi kinerja suatu portofolio. Sementara itu, hasil yang berlawanan dibuktikan oleh Sudjiono (2003) yang meneliti pengaruh pembatasan etik terhadap kinerja indeks syariah, dan indeks pasar dengan menggunakan data pergerakan Jakarta Islamic Index (JII), Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sebagai *benchmark* dengan periode waktu antara bulan Juli 2000 sampai April 2003. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif dari pemilihan portofolio berdasarkan prinsip-prinsip syariah dan JII memiliki performa lebih baik dibandingkan dengan IHSG. Penyusunan

kriteria syariah telah menciptakan karakter indeks yang berbeda dari indeks IHSG. serta membuktikan bahwa proses screening tidak mengurangi kemampuan portofolio untuk menghasilkan kinerja yang *outperform*. Hasil penelitian tersebut dibuktikan dalam gambar 4 di bawah ini:

Gambar 4: **Return IHSG dan JII Tahun 2007-2015**



Bila melihat return tahunan selama 2007 hingga 2010 dapat dilihat bahwa tingkat return JII mengalami trend yang meningkat walaupun sempat mengalami penurunan pada tahun 2008 dikarenakan krisis keuangan global. Meskipun begitu, kinerja indeks tersebut membaik terbukti pada tahun 2009 return JII kembali naik pesat. Akan tetapi apabila dilihat dari tahun 2011 hingga 2015, kinerja JII selalu di bawah IHSG. Dari gambar 4 dapat dilihat bahwa tingkat pengembalian *return* di JII dibanding dengan IHSG menunjukkan perbedaan yang tidak terlalu signifikan.

Terkait dengan return obligasi, Qoyyum (2009) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara kinerja obligasi syariah dan obligasi konvensional dilihat dari *yield to maturity*. Hal tersebut menunjukkan bahwa apabila investor memegang sukuk dan obligasi konvensional sampai pada tanggal jatuh tempo, maka *yield* atau *return* yang diberikan oleh keduanya tidak jauh berbeda. Namun dari sisi *current yield* terdapat perbedaan yang signifikan antara keduanya karena meski harga sukuk lebih tinggi, bagi hasil pendapatannya juga lebih tinggi daripada obligasi konvensional. Hasil yang serupa ditunjukkan oleh Fahrimal (2013) dalam penelitiannya mengenai perbandingan kinerja obligasi konvensional dan sukuk periode 2009-2012. Hasilnya menyimpulkan bahwa baik dari segi *nominal yield*, *current yield*, maupun *yield to maturity*, tidak terdapat perbedaan yang signifikan diantara sukuk dengan obligasi konvensional.

Sementara untuk reksadana, hasil penelitian Dennis, Manurung dan Nachrowi (2004) yang menunjukkan bahwa reksadana syariah tidak melebihi kinerja pasarnya. Kartini (2011) yang meneliti mengenai perbedaan performa antara reksadana konvensional dan reksadana syariah periode 2008-2010, serta Alimuddin (2007) yang meneliti PT.Danareksa pada 2003-2006, juga mengungkapkan bahwa tidak ada perbedaan signifikan antara reksadana syariah dengan reksadana konvensional.

Penelitian-penelitian di atas menunjukkan bahwa meskipun pasar modal syariah mengalami perkembangan yang cukup pesat, hal tersebut tidak diikuti dengan peningkatan volume dan frekuensi perdagangan efek di pasar sekunder. Sekalipun efek di pasar modal syariah menawarkan keuntungan-keuntungan baik dari sisi moral, dari sisi material tidak signifikannya perbedaan antara indeks syariah dan konvensional cenderung membuat investor lebih memilih menginvestasikan dananya dalam bursa konvensional. Hal tersebut kemungkinan disebabkan oleh beberapa faktor seperti kondisi ekonomi Indonesia secara umum, kebijakan pemerintah terkait ekonomi dan pasar modal dan pemahaman manajemen baik dari sisi emiten maupun sisi investor mengenai efek syariah.

Pasar modal syariah Indonesia dikatakan berkembang dan mampu memberikan dampak positif dalam dunia investasi. Hal itu dikarenakan kebijakan pasar modal syariah dibuat untuk

membangun industri keuangan syariah yang kompetitif, transparan, stabil, kredibel serta berstandar internasional. Namun tidak dapat dipungkiri bahwa perkembangan pasar modal syariah Indonesia mengalami pasang surut dikarenakan perkembangan regulasi yang dijadikan dasar investasi dirumuskan secara bersamaan dengan perkembangan pasar modal syariah itu sendiri. Sekalipun sudah memenuhi prinsip-prinsip Islam, regulasi pasar modal syariah Indonesia belum sepenuhnya dikatakan mumpuni dan kuat. Materi yang dimuat dalam fatwa, peraturan Bapepam-LK dan undang-undang belum cukup dapat mendorong perkembangan pasar modal syariah secara masif, serta masih banyak materi yang belum dimuat dalam regulasi.

### **Tantangan Penerapan Prinsip Syariah dalam Kegiatan Pasar Modal Indonesia**

Secara umum, penerapan prinsip-prinsip syariah dalam sistem keuangan khususnya dalam industri pasar modal mempunyai tantangan-tantangan yang perlu mendapat perhatian semua pelaku industri. Mengenai hal tersebut, Nurhaida, Kepala Eksekutif Pengawas Pasar Modal Syariah Otoritas Jasa Keuangan, mengatakan bahwa sistem keuangan syariah bertumbuh dengan pesat. Hal itu ditandai dengan perkembangan pasar modal syariah Indonesia yang cukup signifikan. Kapitalisasi produk syariah terus meningkat sejak 2010 hingga akhir 2014. Meskipun begitu, masih terdapat beberapa kendala yang harus dihadapi dalam rangka meningkatkan peran pasar modal syariah. Kendala-kendala ini sangatlah penting dan harus dihadapi dengan cara yang terfokus dan efektif. Kendala tersebut antara lain (Republika, 2015):

- Dari sisi value, pasar modal syariah Indonesia masih relatif rendah.
- Rendahnya permintaan investasi di pasar modal syariah. Dari keseluruhan jumlah penduduk Indonesia, masih kurang dari 0,2 persen yang berinvestasi di pasar modal syariah.
- Perlunya peningkatan pasokan dari produk-produk syariah.
- Perlunya sosialisasi mengenai pasar modal syariah sehingga pemahaman masyarakat mengenai pasar modal syariah dapat terus meningkat.

Hal itu juga diperkuat oleh pernyataan Sugianto, Kepala Departemen Pengawas Pasar Modal Otoritas Jasa Keuangan. Beliau menuturkan bahwa tantangan pasar modal syariah yaitu (Republika, 2015):

- Rendahnya pengetahuan masyarakat dan investor mengenai efek-efek yang ada di pasar modal syariah. Para emiten kurang memahami produk syariah yang bisa mereka gunakan untuk mendapatkan dana di pasar modal.
- Kurangnya sumber daya manusia di pasar modal syariah yang mengerti mengenai pasar modal syariah dan kesyariahan itu sendiri.
- Sebagai akibat dari kurangnya pemahaman mengenai produk pasar modal syariah, maka supply dan demand di pasar modal syariah masih kecil.
- Diperlukan harmonisasi untuk menciptakan sinergi pasar modal syariah, regulator perlu memikirkan pasar modal ini dari sisi aturan.

## **E. KESIMPULAN DAN SARAN**

### **Kesimpulan**

1. Dalam Islam, praktik investasi merupakan kegiatan muamalah, yang diartikan sebagai hukum syara yang berkaitan dengan urusan dunia dan kehidupan manusia, seperti perdagangan dan lain sebagainya. Kegiatan muamalah boleh dilakukan selama tidak ada dalil yang melarangnya. Sedangkan efek syariah merupakan efek-efek yang dijual di pasar modal yang baik dari tata cara perdagangan maupun jenis usaha emitennya memenuhi prinsip syariah.
2. Prinsip syariah yang diterapkan dalam pasar modal dibentuk berdasarkan dalil-dalil yang terdapat dalam al-Qur'an dan al-Hadist serta metode penentuan hukum lainnya seperti *Ijma'* dan *Qiyas*. Kriteria syariah yang diberlakukan terhadap efek pasar modal haruslah terbebas dari hal-hal yang dilarang dalam Islam seperti *riba*, *gharar*, *maysir*, *ikhhtikar*, praktik *najasy*, dan lain-lain. Kriteria yang harus dipenuhi emiten untuk dapat menerbitkan efeknya di pasar modal syariah Indonesia diatur dalam sejumlah fatwa dan peraturan Bapepam-LK, diantaranya fatwa DSN-MUI Nomor 40/DSN-MUI/IX/2003, peraturan Bapepam-LK Nomor KEP-181/BL/2009 (IX.A.13), peraturan Bapepam-LK

Nomor KEP-208/BL/2012 (II.K.1), dan fatwa DSN-MUI Nomor 80/DSN-MUI/III/2011. Fatwa-fatwa lain yang menyertai menjelaskan ketentuan di setiap produk pasar modal syariah lain secara lebih mendetail. Untuk menerbitkan efek syariah emiten hendaknya mempersiapkan prospektus yang menginformasikan mengenai jenis usaha, cara pengelolaan perusahaan serta anggota direksi perusahaan. Setelah memenuhi peraturan yang sudah ditetapkan oleh DSN-MUI dan Bapepam-LK, perusahaan akan mendapatkan pernyataan efektif dan dapat memasuki pasar perdana. Pengawasan pelaksanaan penerapan prinsip syariah dalam pasar modal dilakukan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) setelah sebelumnya fungsi tersebut diemban oleh Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK). Selain itu, Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) juga berperan dalam proses pembentukan dan pengawasan agar tidak terjadi penyimpangan di pasar modal.

3. Berdasarkan kajian, perkembangan efek yang ada di pasar modal syariah menunjukkan trend yang positif. Jumlah efek beredar di pasar mengalami peningkatan setiap tahunnya. Akan tetapi dari sisi pengembalian return, indeks syariah menunjukkan hasil yang kurang signifikan dibanding indeks pasar. Hal ini mungkin disebabkan karena belum matangnya regulasi serta masih terlalu sedikitnya volume transaksi kedua instrumen tersebut.

### Saran

1. Mengingat masih rendahnya value pasar modal syariah, maka diperlukan peningkatan dari segala sisi. Pihak regulator diharapkan dapat mengembangkan peraturan dan fatwa yang berkaitan dengan pasar modal syariah sehingga dapat terwujud praktik pasar modal syariah yang lebih aman, kuat serta transparan.
2. Perlu ditingkatkannya kualitas sumber daya manusia pelaku pasar modal baik investor, anggota bursa efek maupun regulator pasar modal syariah. Dari segi investor atau masyarakat pemegang dana, perlu ditingkatkan pengetahuannya mengenai pasar modal syariah dan produk-produknya sehingga volume transaksi akan bertambah. Dari segi anggota bursa efek ada baiknya bila terus diberikan pengetahuan mengenai transaksi yang dibolehkan dalam Islam sehingga terhindar dari potensi kecurangan. Sedangkan dari segi regulator, perlu ditingkatkan sumber daya manusia yang mengerti mengenai pasar modal maupun kesyariahan itu sendiri.

### G. DAFTAR PUSTAKA

- Al-Qur'an Karim dan Terjemahannya, Departemen Agama RI cetakan CV. Darus Sunnah Achsien, Iggie H. 2003. *Investasi Syariah di pasar Modal: Menggagas Konsep dan Praktik Manajemen Portofolio Syariah*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Affandi, Sugandi (2 Januari 2015). Pasar Modal 2015 di Indonesia, Semakin Bergairah. Radio Republik Indonesia [Online]. <http://www.rri.co.id>. Diakses pada 21 Mei 2015
- Burhanuddin. 2013. Analisis Perbandingan Kinerja Obligasi Syariah Mudharabah dan Ijarah di Bursa Efek Indonesia. *Semnas Fekon: Optimisme Ekonomi Indonesia 2013, Antara Peluang dan Tantangan*. [https://www.academia.edu/2759039/Analisis\\_Perbandingan\\_Obligasi\\_Syariah\\_Mudharabah\\_dan\\_Ijarah\\_di\\_Bursa\\_Efek\\_Indonesia](https://www.academia.edu/2759039/Analisis_Perbandingan_Obligasi_Syariah_Mudharabah_dan_Ijarah_di_Bursa_Efek_Indonesia) diakses pada 11 Mei 2016
- Cahyaningsih. November 2008. Perbandingan Kinerja Reksadana Syariah dengan Indeks Syariah (JII). *National Conference on Management Research 2008*. [http://asp.trunojoyo.ac.id/wp-content/uploads/2014/03/PERBANDINGAN-KINERJA\\_Cahyaningsih.pdf](http://asp.trunojoyo.ac.id/wp-content/uploads/2014/03/PERBANDINGAN-KINERJA_Cahyaningsih.pdf) diakses pada 11 Mei 2016
- Dennis, Jerry, Adler H. Manurung, dan Nachrowi D. Nachrowi. 2004. *Analisis Determinasi Kinerja Reksa Dana Pendapatan Tetap di Indonesia Periode 1999-2003*.
- Dyarini dan Desiana. 2011. Investasi Saham dalam Perspektif Islam. *IQTISHAD, Vol. 11, No. 26, Desember 2011*. [http://iqtishad.feumj.ac.id/?topik=INVESTASI%20SAHAM%20DALAM%20PERSPEKTIF%20ISLAM%20\(1\)](http://iqtishad.feumj.ac.id/?topik=INVESTASI%20SAHAM%20DALAM%20PERSPEKTIF%20ISLAM%20(1)) diakses pada 11 Mei 2016
- Fahrimal, Muhammad Hafiz. 2013. *Perbandingan Kinerja Obligasi dan Sukuk Ijarah (Studi Empiris pada perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)*. Skripsi elektronik.

- Fakultas Ekonomi Universitas Syiah Kuala Darussalam-Banda Aceh. <http://etd.unsyiah.ac.id/baca/index.php?id=2307&page=1> diakses pada 11 Mei 2016
- Fatah, Dede Abdul. 2011. *Perkembangan Obligasi Syariah (Sukuk) di Indonesia: Analisis Peluang dan Tantangan*. Jurnal Al-'Adalah Fakultas Agama Islam Universitas Azzahra Vol.X.No.1
- Fitralini, Wawanti Elok. 2004. *Penerapan Prinsip-Prinsip Syariah dalam Kegiatan Pasar Modal Indonesia*. Tesis tidak diterbitkan. Depok: Proram Magister Kenotariatan Fakultas Hukum Universitas Indonesia.
- Ghufron, Sofiniyah. 2005. *Konsep Dasar Obligasi Syariah*. Jakarta: Renaissance.
- Halim, Abdul. 2004. *Analisis Investasi*. Jakarta: Salemba 4.
- Hanafi, Syafiq M. 2011. Perbandingan Kriteria Syariah pada Indeks Saham Syariah Indonesia, Malaysia dan Dow Jones. *Jurnal Ilmu Syari'ah dan Hukum Asy-Syir'ah Vol.45 No. II, Juli-Desember 2011*. <http://journal.uin-suka.ac.id/media/artikel/ASY124502-72-94-1-PB.pdf> diakses pada 11 Mei 2016
- Harahap, Indra Sani. 2011. *Analisis Hukum Prinsip-Prinsip Syariah Dalam Pasar Modal Syariah di Indonesia*. Tesis elektronik. Medan: Fakultas Hukum Universitas Sumatera Utara Medan. <http://repository.usu.ac.id/bitstream/123456789/31024/6> diakses pada 25 April 2016
- Haruman, T., dan Hasbi, H. 2005. *Evaluasi Kinerja dan Prospek Reksa Dana Saham Syariah dalam Pasar Modal Indonesia*. Judnal Usahawan No.01 tahun XXXV.
- Huda, Nurul dan Mohammad Heykal. 2010. *Lembaga Keuangan Islam: Tinjauan Teoritis dan Praktis*. Jakarta: Prenada Media Group
- Huda, Nurul dan Mustafa Edwin Nasution. 2007. *Investasi pada Pasar Modal Syariah*. Edisi 2. Jakarta: Prenada Media Group
- Iska, Syukri. 2012. *Sistem perbankan Syariah di Indonesia dalam Perspektif Fikih Ekonomi*. Yogyakarta: Fajar Media Press
- Kartini dan Rico Febriyanto. Juni 2011. Analisis Perbandingan Kinerja Reksa Dana Konvensional dengan Kinerja Reksa Dana Syariah. *EFEKTIF Jurnal Bisnis dan Ekonomi Vol.2 No.1*.
- Kurniawati, Devi Dwi. Tanpa Tahun. *Analisis Perkembangan Sukuk (Obligasi Syariah) dan Dampaknya Bagi Pasar Modal Syariah*. <http://ejournal.unesa.ac.id/article/9265/57/article.pdf> diakses pada 11 Mei 2011
- Manan, Abdul. 2009. *Aspek Hukum dalam Penyelenggaraan Investasi di Pasar Modal Syariah Indonesia*. Jakarta: Prenada Media Group
- Mudawam, Syafaul. 2012. Syari'ah Fiqih Hukum Islam: Studi tentang Konstruksi Pemikiran Kontemporer. *Jurnal Ilmu Syari'ah dan Hukum Asy-Syir'ah Vol. 46 No. II, Juli-Desember 2012*. <http://journal.uin-suka.ac.id/jurnal/detail/146/syariah-fiqih-hukum-islam-studi-tentang-konstruksi-pemikiran-kontemporer> diakses pada 11 Mei 2016
- Mustafa, Edwin Nasution dkk. 2007. Edisi 2. *Pengenalan Eksklusif Ekonomi Islam*. Jakarta: Prenada Media Group
- Nurhayadi, Yadi. 2013. *Pasar Modal Syariah: Landasan Hukum dan Kritik Atas Kinerjanya*. [https://yadinurhayadi.files.wordpress.com/2013/04/pasar-modal-syariah\\_yadi-nurhayadi.pdf](https://yadinurhayadi.files.wordpress.com/2013/04/pasar-modal-syariah_yadi-nurhayadi.pdf) diakses pada 11 Mei 2016
- Nurlita, Anna. 2014. Investasi Pasar Modal Syariah dalam Kajian Islam. *Kutubkhanah: Jurnal Penelitian sosial keagamaan, Vol.17, No.1 Januari-Juni 2014*. <http://ejournal.uin-suska.ac.id/index.php/Kutubkhanah/article/download/806/766> diakses pada 11 Mei 2016
- Pratama, Mochamad Rizki. 2013. *Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia (Survey Terhadap Perusahaan-Perusahaan yang Menerbitkan Obligasi Syariah dan Teraftar di Bursa Efek Indonesia Selama Tahun 2011)*. Skripsi elektronik. Bandung: Fakultas Ekonomi Universitas Widyatama. [http://repository.widyatama.ac.id/xmlui/bitstream/handle/123456789/2527/MOCHAMAD%20RIZKI%20PRATAMA%20%200109U010\).pdf?sequence=1](http://repository.widyatama.ac.id/xmlui/bitstream/handle/123456789/2527/MOCHAMAD%20RIZKI%20PRATAMA%20%200109U010).pdf?sequence=1) diakses pada 11 Mei 2016
- Purwanta, Wiji dan Hendy Fakhruddin. 2006. *Mengenal Pasar Modal*. Jakarta: Salemba Empat
- Qoyyum, Abdul. 2009. *Analisis Perbandingan Kinerja Kelompok Obligasi Syariah dengan Kelompok Obligasi Konvensional di Indonesia Periode 2004-2006*. Skripsi elektronik. Yogyakarta: Fakultas Syariah Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga. <http://digilib.uin-suka.ac.id/3075/> diakses pada 11 Mei 2016

- Rodoni, Ahmad dan Abdul Hamid. 2008. *Lembaga Keuangan Syariah*. Jakarta: Penerbit Zikrul Hakim
- Rusdin. 2006. *Pasar Modal: Teori, Masalah dan Kebijakan dalam Praktik*. Bandung: Alfabeta.
- Said, Salmah. 2012. Pemikiran Ekonomi Muslim Tentang Pasar Modal Syariah. *Jurnal Al-Fikr Vol. 16 No. 2, 2012*. <http://www.uin-alauddin.ac.id/detailjurnal-1277.html?fak=Syariah+Dan+Hukum> diakses pada 11 Mei 2016
- Satrio, Adi. 2005. *Kamus Ilmiah Populer*. Jakarta: Visi7
- Setiawan, Denny dan Yusbar Yusuf. 2009. Perspektif Islam dalam Investasi di Pasar Modal Syariah: Suatu Studi Pendahuluan. *Jurnal Ekonomi Vol.17 No.3, Desember 2009*. <http://ejournal.unri.ac.id/index.php/JE/article/view/738> diakses pada 11 Mei 2016
- Shodiqurrosyad, Ahmad. 2014. *Peran Pasar Modal Syariah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia*. Skripsi Elektronik. Surabaya: Universitas Islam Negeri Sunan Ampel. <http://digilib.uinsby.ac.id/999/> diakses pada 11 Mei 2016
- Sudjiono. 2003. Efek Proses Seleksi Berdasarkan Prinsip Syariah Terhadap Kinerja Indeks Syariah di Pasar Modal Syariah Indonesia. *Jurnal Ekonomi Teleskop STIE Y.A.I Vol.2 Ed.4, 2003*.
- Susanto, Burhanuddin. 2009. *Pasar Modal Syariah (Tinjauan Hukum)*. Yogyakarta: UII Press Yogyakarta.
- Suta, I Putu Gede Ary. 2000. *Menuju Pasar Modal Modern*. Jakarta: Yayasan SAD Satria Bhakti
- Tampubolon, Gabriela Anastasia. 2012. *Kewenangan Bapepam-LK Setelah Berlakunya Undang-Undang No.21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan (OJK)*. Skripsi Elektronik. Depok: Fakultas Hukum Universitas Indonesia. <http://lib.ui.ac.id/file?file=digital/20312698-S%2043160-Kewenangan%20Bapepam-full%20text.pdf> diakses pada 25 April 2016
- Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta.
- Wiyanti, Diana. 2013. Perspektif Hukum Islam terhadap Pasar Modal Syariah Sebagai Alternatif Investasi Bagi Investor. *Jurnal Hukum IUS QUIA IUSTUM No.2 Vol.20, April 2013 hal. 234-254*.
- Yuliana, Indah. 2010. *Investasi Produk Keuangan Syariah*. Malang: UIN Maliki Press.