

Konsep Pasar Modal Syariah

Akhmad Faozan
Sekolah Tinggi Agama Islam Negeri Purwokerto
afa_ozan@yahoo.com

Abstract:

Economic development of a country cannot be separated from the capital market. Capital market serves as a means to mobilize public funds and to search the ownership of shares of a company by selling it. Islamic capital market serves as an investment medium for Muslims in the capital market that is in line with Islamic principles. Some criteria for the establishment of the Islamic capital market are forming price fairly, the presence of perfect information, free from riba, gharar, gambling and other transactions that contradict against sharia rules. Stocks traded in the Islamic capital market should come from issuers that meet the Islamic criteria and bonds issued should use mudarabah, musharaka, ijara, istisna' and salam.

Keywords: Islamic capital market, criteria of the Islamic capital market, contracts at the Islamic capital market

Abstrak:

Pembangunan ekonomi suatu negara tidak dapat dipisahkan dari pasar modal. Pasar modal berfungsi sebagai sarana untuk memobilisasi dana masyarakat dan untuk mencari kepemilikan saham suatu perusahaan dengan cara menjualnya. Pasar modal syariah berfungsi sebagai media investasi bagi umat Islam di pasar modal yang sejalan dengan prinsip-prinsip Islam. Beberapa kriteria untuk pembentukan pasar modal syariah adalah membentuk harga secara wajar, adanya informasi yang sempurna, bebas dari riba, gharar, perjudian dan transaksi lainnya yang bertentangan terhadap aturan syariah. Saham yang diperdagangkan di pasar modal syariah harus datang dari emiten yang memenuhi kriteria syariah dan obligasi yang diterbitkan harus menggunakan mudarabah, musyarakah, ijarah, istisna' dan salam.

Kata kunci: pasar modal syariah, kriteria pasar modal syariah, kontrak di pasar modal syariah

Latar Belakang Masalah

Keberadaan pasar modal dalam aktifitas perekonomian sebuah negara sangat penting sebagai media investasi dan wadah penyediaan modal bagi perusahaan untuk membesarkan aktivitas perdagangannya. Pasar modal juga berfungsi sebagai tempat pencairan kepemilikan saham sebuah perusahaan dengan menjualnya. Dengan demikian, pentingnya peranan pasar modal adalah dalam rangka memobilisasi

dana dari masyarakat dan dapat juga dijadikan sebagai indikator perekonomian negara (Muhammad, 2004: 147). Namun demikian, pasar modal yang ada selama ini diakui mengandung berbagai hal yang menyimpang dari prinsip-prinsip syariah, seperti *riba*, *maisir* dan *gharar*.

Gelombang gerakan Islamisasi ekonomi pada abad 20 yang dipelopori oleh beberapa tokoh umat Islam mengajak penerapan prinsip-prinsip dan nilai-nilai syariah pada lembaga-lembaga keuangan dan aktifitasnya, seperti pada pasar modal. Akhirnya di Indonesia pada tahun 2003, Dewan Syariah Nasional (DSN) Majelis Ulama Indonesia (MUI) mengeluarkan fatwa mengenai mekanisme beroperasinya pasar modal syariah, objek yang diperdagangkan dan syarat-syarat yang harus dipenuhi oleh suatu emiten yang terlibat di dalamnya.

Setelah itu, pada tahun yang sama diresmikanlah pasar modal syariah oleh Menkeu Boediono dan dihadiri oleh wakil dari MUI, Bapepam dan lainnya. (Sudarsono, 2007: 95) Pasar modal syariah sebetulnya telah bermunculan di berbagai negara Islam ataupun Barat, seperti Amerika Serikat. Keberadaan pasar modal syariah merupakan suatu usaha positif untuk mempertemukan emiten yang bergerak di bidang usaha yang sesuai dengan syariah dan investor muslim yang ingin menanamkan modalnya di bursa saham. Walaupun diakui proses berjalannya pasar modal syariah sekarang belum sepenuhnya berjalan sesuai dengan ajaran-ajaran ekonomi yang ditetapkan Islam karena masih ada beberapa kendala.

Dalam tulisan ini, penulis akan membahas tentang pasar modal syariah dan hal-hal yang berkaitan dengannya. Hal-hal yang diangkat dalam pembahasan ini mencakup pengertian pasar modal syariah, sejarahnya, fungsinya, hukumnya, para pelaku yang terlibat didalamnya, jenis-jenis pasar modal, instrumen-instrumennya, bagaimana beroperasinya Jakarta Islamic Index, bagaimana mekanisme beroperasinya pasar modal syariah, cara menentukan harga saham, karakteristik pasar modal, bagaimana tinjauan Islam terhadap spekulasi, kendala-kendala pengembangan pasar modal syariah dan bagaimana strategi pengembangannya.

Sejarah Pasar Modal

Perkembangan pasar modal konvensional di Indonesia sudah dimulai sejak tahun 1912. Efek yang diperdagangkan pada masa itu adalah saham dan obligasi perusahaan-perusahaan Belanda dan pemerintah Hindia Belanda. Akan tetapi, aktifitas pasar modal tersebut berhenti ketika terjadi perang dunia kedua. Kegiatan bursa efek dibuka kembali setelah Indonesia memperoleh kemerdekaan dengan diterbitkannya obligasi pemerintah Indonesia tahun 1950. Pengaktifan ini didukung dengan UU Darurat

tentang Bursa No. 13 tahun 51 yang kemudian ditetapkan dengan UU No. 15 tahun 52 (Usman, 1990: 185-189).

Pasar modal syariah dibuka secara resmi pada tanggal 14 Maret 2003 oleh Menkeu Boediono yang didampingi oleh ketua Bapepam Herwidayatmo, wakil dari MUI, wakil DSN dari direksi SRO, direks perusahaan efek, pengurus organisasi pelaku dan asosiasi profesi di pasar modal Indonesia. Sebenarnya, sesuai rencana pasar modal syariah diresmikan pada awal Nopember 2002. Akan tetapi, pada saat itu Bapepam dan Dewan Syariah Nasional belum merasa siap. Hal ini berkaitan dengan banyaknya kendala yang belum selesai dibahas (Usman, 1990: 185). Sebelumnya, Bapepam telah mengkaji cukup lama dan bahkan telah mengirim delegasi untuk studi banding dan melihat mekanisme beroperasinya pasar modal syariah di berbagai pasar modal syariah dunia (Sholahuddin, 2006): 155).

Hadirnya pasar modal syariah diharapkan menjadi tonggak sejarah baru, seperti Bank Muamalat Indonesia (BMI) yang dibuka pada satu dasawarsa yang lalu (Sholahuddin, 2006: 155). Aktifitas di pasar modal syariah memang belum lama diperkenalkan. Sebelum kehadirannya, telah muncul reksadana syariah pada tahun 1997 yang kemudian diikuti oleh peluncuran Jakarta Islamic Index (JII) pada tahun 2000. Menkeu Boediono sendiri mengharapkan, dengan munculnya pasar modal syariah ini seyogyanya diikuti oleh hasil karya kongkrit dan pengembangan instrumen-instrumen lain yang berbasis syariah, sebagai mana negara-negara maju telah merintis pengembangan instrumen syariah di pasar modal dengan munculnya Dow Jones Islamic Index (DJII).

Pengertian Pasar Modal Syariah

Pengertian pasar dalam arti sempit adalah tempat para penjual dan pembeli bertemu untuk melakukan transaksi. Pembeli dan penjual langsung bertemu untuk melakukan transaksi dalam suatu tempat yang disebut dengan pasar. Dalam pengertian yang luas, pasar merupakan tempat melakukan transaksi dan pembeli. Dalam pengertian ini, antara penjual dan pembeli tidak harus bertemu dalam suatu tempat secara langsung (Kasmir, 2004: 193). Hubungan antara keduanya dapat dilakukan dengan menggunakan sarana informasi yang ada seperti internet, telepon seluler ataupun sarana-sarana yang lain.

Secara umum, pengertian pasar modal adalah suatu tempat bertemunya para penjual dan pembeli saham untuk melakukan suatu transaksi dalam rangka memperoleh modal. Penjual dalam pasar modal ialah suatu perusahaan yang membutuhkan modal (*emiten*), dengan cara menjual efek-efek. Pembeli

atau *investor* adalah pihak yang ingin membeli modal pada perusahaan yang menurutnya akan mendatangkan keuntungan. Pasar modal juga dikenal dengan nama bursa efek (Kasmir, 2004: 193).

Menurut Undang-Undang Pasar Modal No. 8 tahun 1995, 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.

Pasar modal merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk utang ataupun modal sendiri. Pasar modal merupakan juga pasar untuk surat berharga jangka panjang. Sedangkan, pasar uang merupakan pasar surat berharga jangka pendek. Baik pasar modal maupun pasar uang merupakan bagian dari pasar keuangan (Sudarsono, 2007: 184). Instrumen keuangan yang diperjualbelikan pada pasar modal adalah saham, obligasi, waran, *right*, obligasi konvertabel, dan berbagai produk turunan seperti opsi dan lain-lain. Sedangkan, yang diperjualbelikan di antaranya adalah Surat Bank Indonesia (SBI), Surat Berharga Pasar Uang (SBPU), *Commercial Paper Notes*, *Call Money*, *Repurchase Agreement*, *Banker's Acceptance*, *Treasury Bill* dan lain-lain.

Prinsip instrumen pasar modal syariah berbeda dengan pasar modal konvensional. Saham yang diperdagangkan pada pasar modal syariah harus datang dari emiten yang memenuhi kriteria-kriteria syariah. Obligasi yang diterbitkanpun harus menggunakan prinsip syariah, seperti *mudharabah*, *musyarakah*, *ijarah*, *istishna'*, *salam*, dan *murabahah*. Selain saham dan obligasi syariah, yang diperjualbelikan pada pasar modal syariah adalah reksa dana syariah yang merupakan sarana investasi campuran yang menggabungkan saham dan obligasi syariah dalam satu produk yang dikelola oleh manajer investasi.

Hukum Pasar Modal

Tidak dijumpai baik dalam Al-Qur'an maupun Hadist *nash* yang membicarakan tentang masalah pasar modal dan juga hukumnya. Namun demikian, perdagangan saham tidak bertentangan dengan hukum Islam. Akan tetapi, kebolehan jual beli saham ini terbatas pada saham-saham yang bidang usahanya tidak bertentangan dengan ketentuan-ketentuan syariat Islam. Seperti, perusahaan-perusahaan yang memproduksi makanan, minuman atau jasa yang tidak dilarang Agama (Lubis, 2004: 91). Oleh karena itu, orang Islam yang ingin membeli saham suatu perusahaan, terlebih dahulu harus mengadakan penyelidikan yang saksama tentang bidang usaha dari perusahaan yang menawarkan saham tersebut.

Dewan Syariah Nasional (DSN) Majelis Ulama Indonesia (MUI) pada tahun 2003

mengeluarkan fatwa tentang kebolehan bertransaksi di pasar modal selama mekanisme dan objeknya tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Fatwa yang dikeluarkan oleh DSN berkaitan dengan ketentuan umum pasar modal syariah, prinsip-prinsipnya, emiten yang menerbitkan efek syariah, kriteria dan jenis efek syariah, transaksi yang dilarang dan penentuan harga saham (DSN-MUI, 2006: 264-277).

Kemunculan fatwa DSN-MUI di atas dilatarbelakangi oleh beberapa hal sebagai berikut (DSN-MUI, 2006: 264): a) Perkembangan ekonomi suatu negara tidak mungkin lepas dari perkembangan pasar modal; b) Beberapa negara telah mengembangkan pasar modal syariah; c) Umat Islam Indonesia memerlukan pasar modal yang aktivitasnya sejalan dengan prinsip syariah.

Di bawah ini akan dipaparkan tentang fatwa DSN yang berkaitan dengan mekanisme transaksi di pasar modal syariah. Fatwa ini terdapat pada bab V tentang Transaksi Efek dan Pasal 5 yang berkaitan dengan Transaksi yang dilarang, sebagai berikut (DSN-MUI, 2006: 276-277):

1. Pelaksanaan transaksi harus dilakukan menurut prinsip kehati-hatian serta tidak boleh melakukan spekulasi dan manipulasi yang di dalamnya mengandung unsur *dharar*, *gharar*, *riba*, *maisir*, *risywah*, *maksiat* dan kezaliman.
2. Tindakan spekulasi transaksi yang mengandung unsur *dharar*, *gharar*, *riba*, *maisir*, *risywah*, *maksiat* dan kezaliman sebagaimana di maksud dalam ayat 1 di atas meliputi:
 - a) *Najsy*, yaitu melakukan penawaran palsu; b) *Bai' al-a'dum*, yaitu melakukan penjualan atas barang (efek syariah) 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) Melakukan investasi pada emiten (perusahaan) yang pada saat transaksi tingkat (*nisbah*) utang perusahaan kepada lembaga keuangan *ribawi* lebih dominan dari modalnya; f) *Margin trading*, yaitu melakukan transaksi atas efek syariah dengan fasilitas pinjaman berbasis bunga atas kewajiban penyelesaian pembelian efek syariah tersebut; g) *Ikhtikar* (penimbunan), yaitu melakukan pembelian atau dan pengumpulan suatu efek syariah untuk menyebabkan perubahan harga efek syariah, dengan tujuan mempengaruhi pihak lain; h) Dan transaksi-transaksi lain yang mengandung unsur di atas.

Fungsi Pasar Modal Syariah

Menurut M. Metwally sebagaimana dikemukakan oleh Heri Sudarsono, menyebutkan ada lima fungsi dari pasar modal syariah. Kelima fungsi pasar modal syariah tersebut adalah sebagai berikut (Sudarsono 2007: 186):

- a. Memungkinkan bagi masyarakat berpartisipasi dalam kegiatan bisnis dengan memperoleh bagian dari keuntungan dan resikonya.
- b. Memungkinkan para pemegang saham menjual sahamnya guna mendapatkan likuiditas.

- c. Memungkinkan perusahaan untuk 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 pasar modal konvensional.
- e. Memungkinkan investasi pada ekonomi itu ditentukan oleh kinerja kegiatan bisnis sebagaimana tercermin pada harga saham.
- f. Dari beberapa fungsi pasar modal syariah di atas diketahui bahwa keberadaan pasar modal syariah sangat bermanfaat dalam rangka meningkatkan aktifitas perekonomian umat Islam dan selanjutnya dapat meningkatkan kesejahteraan mereka.

Pelaku Pasar Modal

Dalam pasar modal, terdapat beberapa pihak yang terlibat dalam kegiatannya. Pihak-pihak tersebut adalah emiten, investor, perusahaan pengelola dana dan reksa dana:

1. Emiten

Emiten adalah perusahaan yang melakukan penjualan surat-surat berharga atau melakukan emisi. Dalam melakukan emisi, emiten dapat memilih dua macam instrumen pasar modal yang bersifat kepemilikan atau hutang. Jika emiten memilih instrumen yang bersifat kepemilikan, maka ia menerbitkan saham. Tetapi, jika ia memilih instrumen yang bersifat hutang, maka ia menerbitkan obligasi (Kasmir, 2004: 199).

2. Investor

Pelaku kedua di pasar modal adalah investor atau pemodal. Ia adalah yang membeli atau menanamkan modalnya pada perusahaan yang melakukan emisi. Sebelum membeli surat-surat berharga, investor biasanya meneliti dan menganalisisnya terlebih dahulu. Penelitiannya mencakup bonadifitas perusahaan prospek usaha emiten dan analisis lainnya (Kasmir, 2004: 200).

3. Perusahaan Pengelola Dana (*Investman Company*)

Perusahaan pengelola dana merupakan perusahaan yang beroperasi di pasar modal dengan mengelola modal yang berasal dari investor. Perusahaan ini mempunyai dua unit, yaitu pengelolaan dana (*fund management*) dan penyimpanan dana (*qustodian*). Bagian pengelolaan dana adalah divisi yang memutuskan efek mana yang harus dijual dan harus dibeli. Sedangkan, *qustodian* adalah bagian yang melakukan penjualan atau pembelian efek. Selain itu, kustodian juga melakukan menerima bunga (pada pasar modal konvensional) dan deviden kepada emiten (Rivai dkk, 2007: 934).

4. Reksa Dana

Reksa dana merupakan salah satu alternatif investasi bagi masyarakat pemodal. Khususnya, pemodal kecil dan pemodal yang tidak memiliki banyak waktu dan keahlian untuk menghitung resiko atas investasi mereka. Reksa dana dirancang dalam rangka menghimpun dana dari masyarakat yang memiliki modal dan mempunyai keinginan untuk melakukan investasi. Akan tetapi, mereka hanya mempunyai waktu dan pengetahuan yang terbatas. Reksa dana juga diharapkan dapat meningkatkan peran pemodal lokal untuk berinvestasi di pasar modal (Darmaji dan Hendy MF, 2001: 47 dalam Sudarsono, 2007: 200).

Jenis-Jenis Pasar Modal

Dalam menjalankan fungsinya, pasar modal dibagi menjadi tiga macam. Yaitu, pasar primer, pasar sekunder dan bursa parallel (Rivai dkk, 2007: 935):

a) Pasar Perdana (*Primary Market*)

Pasar perdana merupakan pasar di mana emiten pertama kali memperdagangkan saham atau surat berharga lainnya. Kegiatan ini biasa dinamakan dengan penawaran umum atau *Initial Public Offering* (IPO). Informasi suatu perusahaan yang akan menawarkan sahamnya untuk pertama kali pada masyarakat, dapat dilihat minimal di dua harian nasional, publik ekspose atau prospektus. Prosedur pembeliannya melalui pengisian Formulir Pemesanan Pembelian Saham (FPPS) yang tersebar melalui *underwriter* atau penjamin emisi efek atau agen-agen penjual lainnya yang ditunjuk (Rivai dkk, 2007: 935). Harga saham pada pasar perdana merupakan harga pasti yang tidak dapat ditawar lagi. Harga ini ditetapkan oleh perusahaan penjamin emisi dan emiten (Haroen, 2000: 53).

b) Pasar Sekunder (*Secondary Market*)

Pasar sekunder adalah pasar yang memperdagangkan efek setelah penawaran di pasar perdana. Perdagangan di pasar sekunder hanya terjadi antar investor yang satu dengan lainnya. Transaksinya tidak lepas dari bursa saham sebagai fasilitator perdagangan di pasar modal. Pembelian di pasar ini, hanya pada saham yang telah beredar berdasarkan aturan main yang telah ditetapkan pasar. Prosedurnya, investor melakukan order beli atau jual melalui *broker* dan kemudian ia meneruskannya ke pasar atau bursa (Rivai dkk, 2007: 935).

Harga saham di pasar sekunder tidak lagi ditentukan oleh emiten dan penjamin emisi, tetapi berdasarkan atas teori penawaran dan permintaan serta prospek perusahaan yang menerbitkan saham.

Dengan demikian, harga saham di pasar sekunder dapat lebih tinggi dari pasar perdana (Haroen, 2000: 82).

Terdapat beberapa perbedaan antara pasar perdana dan pasar sekunder, apabila dilihat dari segi kepentingan investor dalam membeli dan menjual saham.

Perbedaan Perdana dan Pasar Sekunder

No	Keterangan	Pasar Perdana	Pasar Sekunder
1.	Harga	Tetap (ditentukan oleh penerbit surat berharga)	Berfluktuasi (ditentukan oleh pengaruh <i>supply</i> dan <i>demand</i>)
2.	Biaya	Tidak dikenakan biaya promosi	Dikenakan biaya promosi
3.	Jangka waktu penjualan	Terbatas	Tidak terbatas
4.	Cara penjualan	Dilaksanakan melalui agen penjual	Dilaksanakan oleh agen bursa

(Sumber : Veithzal Rivai, 2007, hal. 935)

c) Bursa Paralel

Tidak semua efek yang diterbitkan dapat dijual di bursa efek, karena persyaratan untuk mendaftar di bursa efek sangat ketat. Bursa paralel merupakan alternatif bagi perusahaan yang *go public* yang tidak dapat memenuhi syarat yang ditentukan bursa efek. Emiten-emiten yang mendaftarkan efeknya di bursa paralel, modalnya relatif lebih kecil. Atas dasar ini, bursa paralel merupakan pelengkap bagi pasar bursa efek yang sudah ada (Rivai dkk, 2007: 934-935).

Instrumen-Instrumen Pasar Modal Syariah

Dalam suatu transaksi di pasar biasanya terdapat barang atau jasa yang diperjualbelikan. Demikian juga pada pasar modal, barang yang diperjualbelikan dinamakan dengan instrumen pasar modal. Instrumen pasar modal yang diperdagangkan berbentuk surat-surat berharga yang dapat diperjualbelikan kembali oleh pemiliknya, baik instrumen pasar modal bersifat kepemilikan atau hutang. Instrumen pasar modal yang bersifat kepemilikan berbentuk saham dan yang bersifat hutang bentuknya adalah obligasi (Kasmir, 2004: 194-195).

Instrumen pasar modal syariah berbeda dengan instrumen pasar modal konvensional. Sejumlah instrumen syariah di pasar modal sudah diperkenalkan kepada masyarakat. Saham yang memenuhi kriteria syariah adalah saham yang dikeluarkan perusahaan yang bergerak di bidang usaha yang sesuai dengan syariah. Instrumen-instrumen pasar modal yang diperjualbelikan di pasar modal konvensional

adalah surat-surat berharga (*securities*) seperti saham, obligasi (Kasmir, 2004: 195-198) dan instrumen turunannya (*derivatif*) seperti opsi, *waran*, dan reksa dana (Sholahuddin, 2006: 163).

Sedangkan instrumen yang diperdagangkan pada pasar modal syariah adalah saham, obligasi syariah dan reksa dana syariah (Sholahuddin, 2006: 163).

Instrumen-instrumen pasar modal di atas akan dijelaskan di bawah ini:

a. Saham (*stock*)

Saham adalah surat berharga yang bersifat kepemilikan terhadap suatu perusahaan. Maksudnya, si pemilik saham merupakan pemilik perusahaan. Semakin banyak saham yang ia miliki, maka semakin besar pula kekuasaan dan wewenangnya pada perusahaan tersebut. Keuntungan yang diperoleh dari saham adalah *dividen*. Pembagian *dividen* ini ditentukan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Yang dimaksud dengan saham dalam pasar modal syariah dengan pasar modal konvensional tidak ada bedanya. Hanya saja, saham yang diperdagangkan pada pasar modal syariah harus datang dari emiten yang memenuhi kriteria-kriteria syariah.

b. Obligasi syariah

Di pasar modal modal, obligasi merupakan instrumen hutang bagi perusahaan yang hendak memperoleh modal. Keuntungan dari membeli obligasi diwujudkan dalam bentuk kupon. Perbedaan obligasi dengan saham adalah bahwa pembeli obligasi tidak mempunyai hak terhadap manajemen dan kekayaan perusahaan.

Pihak perusahaan yang mengeluarkan obligasi hanya mengakui mempunyai hutang kepada si pemegang obligasi sebesar obligasi dimilikinya. Dengan demikian, obligasi termasuk dalam kategori modal asing atau hutang jangka panjang. Hutang tersebut akan dibayarkan pada waktu yang telah ditentukan sebelumnya.

Modal yang diperdagangkan dalam pasar modal merupakan modal yang bila diukur dari segi waktu merupakan modal jangka panjang. Maka dari itu, bagi suatu emiten sangat menguntungkannya karena masa pengembaliannya sangat panjang, baik modal yang bersifat kepemilikan ataupun hutang. Modal yang bersifat kepemilikan masa pengembaliannya relatif lebih panjang dari pada modal yang bersifat hutang. Modal jenis pertama jangka waktu pengembaliannya sampai perusahaan yang bersangkutan tutup (Kasmir, 2004: 194).

Pemilik modal jenis ini dapat menjualnya kepada pihak lain jika ia membutuhkan dana atau sudah tidak menginginkan lagi sebagai pemegang saham. Sedangkan modal yang bersifat hutang, jangka

waktunya lebih cepat atau terbatas dalam waktu tertentu. Pemilik saham ini juga dapat menjualnya kembali kepada pihak lain jika ia membutuhkan dana atau sudah tidak menginginkan lagi sebagai pemegang saham (Kasmir, 2004: 194).

Obligasi di pasar modal syariah berbeda dengan obligasi di pasar modal konvensional. Obligasi di pasar modal konvensional merupakan suatu jenis produk keuangan yang tidak dibenarkan oleh Islam karena menggunakan sistem bunga. Menurut Muhammad al-Amin yang dikemukakan oleh Sholahuddin, bahwa instrumen obligasi syariah dapat diterbitkan menggunakan prinsip *mudharabah*, *musyarakah*, *ijarah*, *istishna'*, *salam*, dan *murabahah*. Dengan menggunakan prinsip-prinsip ini, obligasi syariah menjadi tergantung kepada prinsip mana yang digunakan emiten (Sholahuddin, 2006: 163).

Dalam konsep *mudharabah* pada obligasi syariah, emiten menerbitkan surat berharga jangka panjang untuk ditawarkan kepada para investor. Emiten berkewajiban membayar pendapatan berupa bagi hasil atau *margin fee* serta pokok hutang obligasi kepada para pemegang obligasi tersebut pada saat jatuh tempo. Dalam hal ini, emiten berfungsi sebagai *mudharib* dan investor sebagai *shahibul mal*. Sementara itu, emiten yang menerbitkan obligasi syariah harus memenuhi persyaratan seperti persyaratan emiten yang masuk dalam kriteria indeks Islam (Sholahuddin, 2006: 164).

c. Reksa dana syariah

Reksa dana syariah merupakan sarana investasi campuran yang menggabungkan saham dan obligasi syariah dalam satu produk yang dikelola oleh manajer investasi. Manajer investasi menawarkan reksa dana syariah kepada investor yang berminat. Dana investor tersebut kemudian dikelola oleh manajer investasi untuk ditanamkan dalam saham atau obligasi syariah yang dinilai menguntungkan (Sholahuddin, 2006: 164).

Jakarta Islamic Index atau Indeks Syariah (JII)

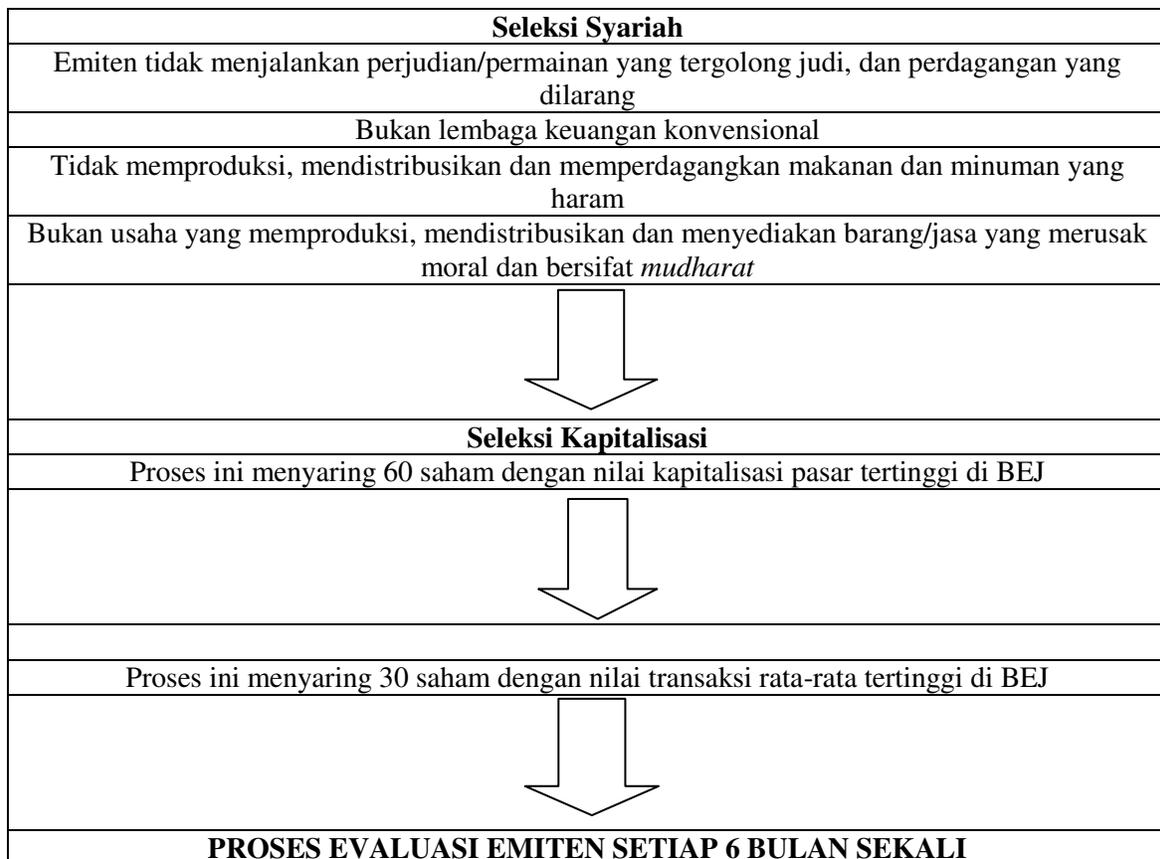
Jakarta Islamic Index (JII) merupakan indeks terakhir yang dikembangkan oleh Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang bekerjasama dengan *Danareksa Investment Management*. Adapun indeks sebelum JII, adalah Indeks Individual, Indeks Harga Saham Sektoral, Indeks LQ 45, dan Indeks Harga Saham gabungan. Indeks syariah merupakan indeks yang berdasarkan prinsip-prinsip hukum Islam. Saham-saham yang termasuk dalam indeks syariah adalah emiten yang kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan Islam, seperti: a) Usaha Perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang; b) Usaha lembaga keuangan konvensional (*ribawi*) termasuk perbankan dan asuransi konvensional; c) Usaha yang memproduksi, mendistribusikan serta memperdagangkan makanan dan

minuman yang tergolong haram; d) Usaha yang memproduksi, mendistribusikan atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat *madharat*.

Sebelum masuk kedalam indeks syariah, saham-saham melewati beberapa tahapan ataupun seleksi, antara lain: a) Memilih beberapa saham dengan jenis usaha utama yang tidak bertentangan prinsip syariah dan sudah tercatat lebih dari tiga bulan (kecuali termasuk dalam sepuluh besar dalam hal kapitulasi); b) Memilih saham berdasarkan laporan keuangan tahunan atau tenaga tahun terakhir yang memiliki rasio kewajiban terhadap aktiva maksimal sebesar 90%; c) Memilih 60 saham dari susunan saham di atas berdasarkan urutan rata-rata kapitulasi pasar terbesar selama satu tahun terakhir; d) Memilih 30 saham dengan urutan berdasarkan tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan reguler selama satu tahun terakhir.

Untuk lebih jelasnya, proses atau tahap penyeleksian saham sebelum masuk ke indeks syariah, dapat dilihat pada tabel di bawah ini.

Proses Penyaringan Emiten di Jakarta Islamic Index (JII)



(Sumber : Heri Sudarsono, 2007, hal. 195)

Di JII terdapat 30 saham yang telah melewati penyeleksian syariah. Saham-saham tersebut dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Saham-Saham yang terdapat pada Indeks Syariah

No	Kode	Nama Saham
1	AALI	Astra Argo Lestari Tbk
2	APEX	Apexindo
3	AMFG	Asahimas Flat Glass
4	ANTM	PT Aneka Tambang (Persero) Tbk
5	ASGR	Astra Graphis Tbk
6	AUTO	Astra Otopart Tbk
7	BLTA	Berlian Laju Tangker
8	BNBR	Bakrie & Brothers
9	CMPN	Citra Marga NusaphalaTbk
10	BYMA	Primarindo Asia Infrac
11	ESTI	Evershine
12	FORU	Fortune Indonesia
13	GJTL	Gajah Tunggal
14	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk
15	INDR	Indorama Syntetics
16	ISAT	Indosat Tbk
17	LMAS	Limas
18	MEDC	Medco Energy Corporation Tbk
19	MLPL	Multipolar Tbk
20	MTDL	Metrodata Electronics
21	MYOR	Mayora
22	SMGR	Semen Gresik (Persero) Tbk
23	SMSM	Selamat Sampoerna
24	SMCB	Semen Cibinong
25	TINS	PT Timah Tbk
26	TLKM	Telekomunikasi Indonesi Tbk
27	TSPC	Tempo Scan Pasific Tbk
28	TRST	Trias Sentosa
29	UNTR	United Tractors Tbk
30	UNVR	Unilever

(Sumber: BEJ, 30 Januari 2003 dalam Heri Sudarsono, 2007, hal. 196)

Mekanisme Beroperasinya Pasar Modal Syariah

Dalam transaksi di pasar modal, investor dapat langsung meneliti dan menganalisa keuntungan masing-masing perusahaan yang menawarkan modal. Apabila investor mengetahui adanya kemungkinan mendapatkan keuntungan dari jual beli saham, ia dapat langsung membeli saham tersebut dan menjualnya kembali ketika harganya naik pada pasar yang sama. Jadi, investor dapat pula menjadi penjual saham kepada investor yang lain (Kasmir, 2004: 194).

Pasar modal syariah sejatinya harus bebas dari transaksi-transaksi yang tidak beretika dan bermoral, seperti *insider trading* dan *short selling*. Menurut al-Habsyi yang dikemukakan oleh Sholahuddin, idealnya pasar modal syariah tidak mengandung transaksi *ribawi*, *gharar* dan saham perusahaan yang bergerak pada jenis usaha yang tidak dilarang syariah (Sholahuddin, 2006: 164-165).

Sementara itu Obeidillah yang juga dikutip oleh Sholahuddin, mengemukakan beberapa etika di pasar modal. Menurutnya, pasar modal syariah harus mencakup kriteria-kriteria di bawah ini (Sholahuddin, 2006: 165): a) Setiap orang bebas melakukan transaksi (*freedom contrac*) selama tidak bertentangan dengan syariah; b) Bentuk transaksi harus bersih dari unsur *riba*, *gharar* dan judi; c) Harga terbentuk secara fair; d) Terdapat informasi yang sempurna.

Oleh karena itu, pasar modal syariah harus membuang jauh-jauh setiap transaksi yang mengandung unsur spekulasi. Hal inilah yang membedakannya dengan pasar modal konvensional yang salah satu cara untuk mendapat keuntungannya dengan menggunakan spekulasi. Walaupun diakui, dalam kasus-kasus tertentu seperti *insider trading* dan manipulasi pasar dengan membuat laporan yang palsu dilarang pada pasar modal konvensional (Sholahuddin, 2006: 165).

Dalam mekanisme transaksi produk di pasar modal syariah, Irfan Syuqi mengemukakan wacana pembelian dan penjualan saham tidak boleh dilakukan secara langsung. Dalam pasar modal konvensional, investor dapat membeli atau menjual saham secara langsung dengan menggunakan jasa broker atau pialang. Keadaan ini memungkinkan bagi para spekulan untuk memainkan harga saham. Dampaknya, perubahan harga saham ditentukan oleh kekuatan pasar bukan oleh nilai intrinsiknya. Untuk itu, dalam pasar modal syariah, emiten memberikan otoritas kepada agen di lantai bursa. Selanjutnya, agen tersebut bertugas untuk mempertemukan emiten dengan calon investor, tetapi bukan untuk menjual dan membeli saham secara langsung. Kemudian, saham tersebut dijual atau dibeli karena sahamnya memang tersedia berdasarkan *first come-firs served*.

Dalam perdagangan obligasi syariah, menurut Muhammad Gunawan, tidak boleh diterapkan harga diskon atau harga premium yang lazimnya dilakukan pada obligasi konvensional. Prinsip transaksi obligasi syariah adalah *al-hiwalah*, yaitu *transver service* atau pengalihan piutang dengan tanggungan bagi hasil. Oleh karena itu, jual beli obligasi syariah hanya boleh pada harga nominal pelunasan jatuh tempo obligasi (Sholahuddin, 2006: 165).

Sedangkan dalam perdagangan reksa dana syariah, manajer investasi menawarkan kepada pembeli reksa dana syariah baik yang bersifat jangka panjang atau jangka pendek. Reksa dana syariah jangka panjang ditawarkan di pasar saham dan reksa dana syariah di tawarkan di pasar uang. Keuntungan

investor dari reksa dana syariah tergantung bagaimana manajer investasi menginvestasikan dana yang dikelolanya (Sholahuddin, 2006: 165).

Karakteristik Pasar Modal Syariah

Menurut Metwally sebagaimana dikutip oleh Agustianto, bahwa dalam rangka membentuk pasar modal syariah diperlukan beberapa karakteristik. Karakteristik-karakteristik tersebut adalah: a) Semua saham harus diperjualbelikan pada bursa efek; b) Bursa perlu mempersiapkan pasca perdagangan dimana saham dapat diperjualbelikan melalui pialang; c) Semua perusahaan yang sahamnya 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. HST ditetapkan dengan rumus sebagai berikut (Huda dan Nasution, 2007: 176):

$$\text{HST} = \frac{\text{Jumlah Kekayaan Bersih Perusahaan}}{\text{Jumlah Saham yang diterbitkan}}$$

g) Komite manajemen harus memastikan bahwa semua perusahaan yang terlibat dalam bursa efek itu mengikuti standar akuntansi syariah; h) Perdagangan saham mestinya hanya berlangsung dalam satu minggu periode perdagangan setelah menentukan HST; i) Perusahaan hanya dapat menerbitkan saham baru dalam periode perdagangan, dan dengan harga HST.

Menentukan Harga Saham

Ada dua pendekatan yang dapat digunakan untuk menghitung harga saham suatu perusahaan. Kedua pendekatan tersebut adalah (Huda dan Nasution, 2007: 175-176):

a. Pendekatan deviden

Deviden merupakan sebagian dari keuntungan yang dibagikan kepada para pemegang saham. Bagi investor, jumlah rupiah yang diterima dari pembayaran deviden resikonya lebih kecil dari *capital gain*. Deviden adalah pendapatan yang dapat diperkirakan sebelumnya, sedangkan *capital gain* sulit diperkirakan. Harga saham dapat diketahui dengan menghitung nilai sekarang (*present value*) dari proyeksi deviden yang akan diterima investor.

Pembayaran deviden yang tinggi akan menimbulkan adanya anggapan bahwa perusahaan emiten mempunyai prospek keuntungan yang baik. Demikian pula sebaliknya, penurunan pembayaran deviden dianggap sebagai penurunan tingkat keuntungannya. Naik turunnya harga saham kemudian cenderung ditentukan naik turunnya besarnya deviden yang dibayarkan.

b. Pendekatan *Price Earning Ratio* (PER)

PER adalah ratio antara harga berbanding proyeksi keuntuangn persaham. PER menggambarkan kesediaan investor membayar suatu jumlah untuk setiap rupiah perolehan laba perusahaan. PER sering digunakan oleh para analis sekuritas untuk menialai harga saham dan penjamin emisi efek guna menentukan harga saham di pasar perdana dengan cara mengalikan PER industri sejenis yang berlaku di pasar sekunder dengan proyeksi laba bersih pertahun.

Di sisi lain, keputusan kapan saham dijual dan dibeli ditentukan oleh perbandingan antara nilainya dengan harga pasarnya (Huda dan Nasution, 2007: 176): a) Jika harga saham lebih kecil dari nilainya, maka saham tersebut harus dibeli dan ditahan (*buy and hold*) dengan tujuan untuk memperoleh *capital gain* pada saat harga mengalami kanaikan kembali di kemudian hari; b) Jika harga saham sama dengan nilainya, maka saham tersebut dalam kondisi keseimbangan. Apabila bila harga saham lebih besar dari nilainya, makaa saham tersebut harus dijual untuk menghindari kerugian. Karena, harganya di kemudian hari akan turun menyesuaikan dengan nilainya; c) Dalam kondisi di mana *Internal Rate of Return (IRR)* lebih besar dari *cost of capital*, maka nilai saham akan maksimal karena ada sebagian laba ditahan yang kemudian diinvestasikan kembali. Dengan demikian, terdapat peluang untuk mendapatkan deviden yang lebih besar di masa yang akan datang; d) Apabila dalam kondisi *decling firm*, maka penginvestasian kembali pada tahun pertama akan menurunkan nilai saham. Saham perusahaan yang sedang merosot sangat riskan untuk dimiliki dengan strategi *buy and hold*; e) Jika tingkat imbalan hasil yang diharapkan menjadi pertimbangan utama investor, maka ia harus menetapkan terlebih dahulu hasil yang diharapkan. Kemudian, ia baru menghitung pada harga berapa saham tersebut layak dibeli; f) Apabila harga saham menjadi pertimbangan utama, maka investor harus berangkat dari harga yang layak dibeli. Kemudian, ia menghitung tingkatan imbalan hasil yang diharapkan.

Ketentuan-ketentuan di atas tentang kapan suatu saham harus dibeli atau dijual, kelihatannya mudah dipahami namun sulit diterapkan. Kesulitannya adalah terletak pada menentukan nilai saham yang bersangkutan.

Di hari-hari *crash*, *beta* (resiko) mengalami peningkatan tanpa dibarengi dengan harapan keuntungan yang proporsional. Dalam hal ini terdapat beberapa faktor eskternal yang bersifat khusus

yang mempengaruhi terhadap perkembangan harga saham. Faktor-faktor eksternal tersebut antara lain adalah: a) Kebijakan pemerintah untuk menaikkan atau menurunkan suku bunga SBI; b) Naik turunnya suku bunga *override*; c) Pergerakan mata uang Rupiah atau Dollar Amerika Serikat; d) Bertipunya sentimen-sentimen negatif yang mempengaruhi pasar; e) Rasionalitas investor dalam menghubungkan kinerja fundamental perusahaan emiten dengan *expected return* dari pembelian sahamnya.

Perbedaan antara Investor dan Spekulasi

Sebagai institusi keuangan, pasar modal tidak terlepas dari berbagai kelemahan dan kekurangan yang salah satunya adalah tindakan spekulasi. Para investor selalu memperhatikan perubahan pasar, membuat berbagai analisis dan perhitungan, serta mengambil tindakan spekulasi di dalam pembelian maupun penjualan saham. Aktivitas inilah yang membuat pasar tetap aktif. Tetapi, aktivitas ini tidak selamanya menguntungkan, terutama ketika hal ini menyebabkan depresi besar.

Dalam pasar modal, dibedakan antara spekulasi dengan pelaku bisnis (investor) dari derajat ketidakpastian yang dihadapinya. Untuk itu perlu dilihat dahulu karakter dari masing-masing investasi dan spekulasi:

- a) Investor di pasar modal adalah pihak yang memanfaatkan pasar modal sebagai sarana untuk berinvestasi di perusahaan-perusahaan yang diyakininya baik dan menguntungkan, bukan untuk tujuan mencari *capital gain* melalui *short selling*. Mereka mendasari keputusan investasinya pada informasi yang terpercaya tentang faktor-faktor fundamental ekonomi dan perusahaan itu sendiri melalui kajian yang seksama. Sementara spekulasi bertujuan untuk mendapatkan *capital gain* yang biasanya dilakukan dengan upaya goreng menggoreng saham.
- b) Spekulasi sesungguhnya bukan merupakan investasi, meskipun di antara keduanya ada kemiripan. Perbedaan yang sangat mendasar di antara keduanya terletak pada spirit yang menjiwoinya, bukan pada bentuknya. Para spekulasi membeli sekuritas untuk mendapatkan keuntungan dengan menjualnya kembali secara *short term*. Sedangkan para investor membeli sekuritas dengan tujuan untuk berpartisipasi secara langsung dalam bisnis yang lazimnya bersifat *long term*.
- c) Spekulasi adalah kegiatan *game of chance* sedangkan bisnis adalah *game of skill*. Seorang dianggap melakukan kegiatan spekulatif apabila ia ditenggarai memiliki motif memanfaatkan ketidakpastian untuk mendapatkan keuntungan jangka pendek. Dengan karakteristik di atas, 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.

- d) Spekulasi telah meningkatkan *unearned income* bagi sekelompok orang dalam masyarakat, tanpa mereka memberikan kontribusi apapun, baik yang bersifat positif maupun produktif. Bahkan, mereka telah mengambil keuntungan di atas biaya masyarakat yang bagaimanapun juga sangat sulit untuk bisa dibenarkan secara ekonomi, sosial, maupun moral.
- e) Spekulasi merupakan sumber penyebab terjadinya krisis keuangan. Fakta menunjukkan bahwa aktivitas para spekulan inilah yang menimbulkan krisis di Wall Street tahun 1929 yang mengakibatkan depresi yang luar biasa bagi perekonomian dunia di tahun 1930-an. Begitu pula dengan devaluasi poundsterling tahun 1967, maupun krisis mata uang franc di tahun 1969. Ini hanyalah sebagian contoh saja. Bahkan hingga saat ini, otoritas moneter maupun para ahli keuangan selalu disibukkan untuk mengambil langkah-langkah guna mengantisipasi tindakan dan dampak yang mungkin ditimbulkan oleh para spekulan.
- f) Spekulasi adalah *outcome* dari sikap mental ingin cepat kaya. Jika seseorang telah terjebak pada sikap mental ini, maka ia akan berusaha dengan menghalalkan segala macam cara tanpa mempedulikan rambu-rambu agama dan etika.

Oleh karena itu, spekulasi hakekatnya bukan investasi karena berangkat dari mental yang ingin cepat kaya dan untung-untungan. Spekulasi memang menyebabkan peningkatan pendapatan sekelompok masyarakat, tetapi tidak memberikan kontribusi yang produktif dan positif. Selain itu, spekulasi juga dapat menyebabkan krisis keuangan sebagaimana disebutkan di atas (Sholahuddin, 2006: 165).

Di sisi lain, ajaran Islam secara tegas melarang tindakan spekulasi ini, sebab secara diametral bertentangan dengan nilai-nilai *illahiyyah* dan *insaniyyah*. Spekulasi dilarang bukan karena ketidakpastian yang ada dihadapannya, melainkan tujuan atau niat dan cara orang mempergunakan ketidakpastian tersebut. Manakala Ia meninggalkan *sense of responsibility* dan *rule of law*nya untuk memperoleh keuntungan semata dari adanya ketidakpastian, itulah yang dilarang dalam konsep *gharar* dan *maysir* dalam Islam. *Gharar* dan *maysir* sendiri adalah konsep yang sangat berkaitan dengan *mudharat*, *negative result*, atau bahaya (*hazard*).

Di pasar modal, larangan syariah di atas mesti diimplementasikan dalam bentuk aturan main yang mencegah praktek spekulasi, *riba*, *gharar* dan *maysir*. Salah satunya adalah dengan menetapkan minimum *holding period* atau jangka waktu memegang saham minimum. Dengan aturan ini, saham tidak bisa diperjualkan setiap saat, sehingga meredam motivasi mencar untung dari pergerakan harga saham semata.

Masalahnya, berapa lama minimum *holding period* yang wajar. Pembatasan itu memang meredam spekulasi, akan tetapi juga membuat investasi di pasar modal menjadi tidak likuid. Padahal bukan tidak mungkin seorang investor yang rasional betul-betul membutuhkan likuiditas mendadak. Sehingga, ia harus mencairkan saham yang dipeganya dan ia terhalang karena belum lewat masa minimum *holding period*nya.

Metwally, seorang pakar ekonomi Islam dan *modelling economics* mengusulkan minum *holding period* setidaknya satu pekan. Selain itu Ia juga memandang perlu adanya *ceiling price* berdasarkan nilai pasar perusahaan. Lebih lanjut Akram Khan melengkapi, untuk mencegah spekulasi di pasar modal maka jual beli saham harus diikuti dengan serah terima bukti kepemilikan fisik saham yang diperjual belikan. Mengenai kekhawatiran bahwa penjualan saham di tengah masa usaha, akan menimbulkan kemungkinan *gharar*, seperti halnya jual beli ikan di dalam laut, hal ini dapat diatasi dengan praktek akuntansi modern dan adanya kewajiban *disclosure* laporan keuangan kepada pemilik saham.

Dengan berbagai model penilaian modern saat ini, investor dan pasar modal secara luas akan dapat memiliki pengetahuan tentang nilai sebuah perusahaan. Sehingga, saham-saham dapat diperjual belikan secara wajar dengan harga pasar yang rasional. Dalam hal ini, *market value* tampaknya lebih mencerminkan nilai yang lebih wajar dibandingkan dengan *book value*. Dengan demikian dapat ditarik kesimpulan bahwa sekuritas-sekuritas dapat diperjual belikan dengan menggunakan mekanisme pasar sebagai penentu harga. Sehingga, *capital gain* maupun *profit sharing* dari dividen dapat diperoleh.

Larangan syariah terhadap praktek-praktek spekulasi di atas, harus diimplementasikan dalam bentuk aturan main untuk mencegah praktik spekulasi, *riba* dan *gharar*. Bentuk-bentuk aturan tersebut adalah (Huda dan Nasution, 2007: 78):

a) Menetapkan minimum *holding period* (jangka waktu memegang saham minimum)

Dengan aturan ini, maka saham tidak bisa diperjualbelikan setiap saat. Sehingga, hal ini dapat meredam motivasi mencari untung dari pergerakan harga saham semata. Masalahnya adalah berapa lama minimum *holding period* yang masuk akal? Pembatasan ini memang meredam spekulasi, akan tetapi juga membuat pasar modal menjadi tidak luquid. Padahal bukan tidak mungkin seorang investor yang rasional betul-betul membutuhkan luquiditas mendadak. Selanjutnya, ia harus mencairkan saham yang ia pegang, sedangkan ia terhalang belum lewat masa minimum *holding period*nya. Menurut Metwally yang diungkapkan oleh Nurul Huda, mengusulkan masa tersebut adalah satu pekan.

- b) Perlu adanya *ceiling price* (harga tertinggi) berdasarkan nilai pasar perusahaan
- c) Jual beli saham harus diikuti dengan serah terima bukti fisik kepemilikan saham yang diperjual belikan

Kesimpulan

Keberadaan pasar modal syariah sangat bermanfaat dalam perekonomian untuk mendorong praktisi usaha umat Islam dalam pasar modal yang sesuai dengan syariah. Perkembangan ekonomi suatu negara juga tidak mungkin lepas dari perkembangan pasar modal. Selain itu, umat Islam memerlukan pasar modal yang aktivitasnya sejalan dengan prinsip syariah.

Pasar modal syariah berbeda dengan pasar modal konvensional. Saham yang diperdagangkan pada pasar modal syariah berasal dari emiten yang memenuhi kriteria-kriteria syariah. Obligasi yang diterbitkan pun harus menggunakan prinsip syariah, seperti *mudharabah*, *musyarakah*, *ijarah*, *istishna'*, *salam*, dan *murabahah*. Selain saham dan obligasi syariah, yang diperjual belikan pada pasar modal syariah adalah reksa dana syariah yang merupakan sarana investasi campuran yang menggabungkan saham dan obligasi syariah dalam satu produk yang dikelola oleh manajer investasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah, Al-Mushlih dan Shalah Al-Shawi. 2004. *Fikih Ekonomi Keuangan Islam*. Terj. Abu Umar Basyir. Jakarta: Darul Haq.
- Az-Zuhaili, Wahbah. tt. *Al Fiqh Al Islami wa Adillatuhu*. Vol. VII. Damascus: Dar Al Fikr.
- Achsin, Iggi H. 2000. *Investasi Syariah di Pasar Modal Menggagas Konsep dan Praktek Manajemen Portofolio Syariah*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Baridwan, Anis. 2007. "Kebijakan Pengembangan Pasar Modal Syariah", makalah disampaikan pada Seminar Strategic Mapping of Islamic System in Indonesia Outlook 2008 dan Launching Jurnal FE UGM Yogyakarta, 17 Desember 2007.
- Haroen, Nasrun. 2000. *Perdagangan Saham di Bursa Efek Tinjauan Hukum Islam*. Jakarta: Yayasan Kalimah.
- Himpunan Fatwa Dewan Syariah Nasional. 2006. Diterbitkan oleh Majelis Ulama Indonesia dan Bank Indonesia.
- Huda, Nurul dan Mustafa Edwin Nasution. 2007. *Investasi pada pasar Modal Syariah*. Jakarta: Kencana Prenada Group.

Jurnal Ekonomi Syariah, Muamalah, Vol. 4, 17 Januari 2007.

Kasmir. 2004. *Bank & Lembaga Keuangan Lainnya*, Jakarta: PT RajaGrafindo Persada.

Lubis, Suhrawardi K. *Hukum Ekonomi Islam*. Jakarta: Sinar Grafika, 2004.

Muhammad. 2004. *Dasar-Dasar Keuangan Islami*. Yogyakarta: Ekonosia.

Rivai, Veithzal dkk, *Bank and Financial Institution Management Conventional & Sharia System*, Jakarta: PT RajaGrafindo Persada.

Sholahuddin. 2006. *Lembaga Ekonomi dan Keuangan Islam*, Surakarta: Muhammadiyah University Press.

Sudarsono, Heri. 2007. *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah Deskripsi dan Ilustrasi*, Yogyakarta: Ekonosia.

Tim Pelaksana Kajian. 2006. *Pasar Keuangan Syariah: Struktur, Instrumen dan Akad*, Jakarta: Direktorat Perbankan Syariah, Bank Indonesia.

Tim Penulis, Ed. Jusmaliani. 2008. *Investasi Syariah Implementasi Konsep pada Kenyataan Empirik*. Yogyakarta: Kreasi Wacana.

www.eForexs.com

www.pesantrenvirtual.com