

## Telaah kritis model *screening* saham syariah menuju pasar tunggal ASEAN

M. Ardiansyah, Ibnu Qizam, dan Abdul Qoyum

*Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN SunanKalijaga Yogyakarta*

*E-mail: misnen\_ardiy@yahoo.com; qzami68@gmail.com; agus.qoyum@yahoo.com*

*DOI: 10.18326/ijtihad.v16i2.197-216*

Shariah stocks is one of the financial sectors that experienced with most significant growth in recent years. the most important issue in Shariah stock is Stock screening mechanism. The aim of this study is to examine the screening models of Shariah stocks in ASEAN countries. This study is very crucial especially in the era of ASEAN economic community (AEC). In addition, this study aims to examine some of the factors that contribute to the differences in screening models applied in five ASEAN countries. By using descriptive method and literature studies approach, this study found a few things. Firstly, there are various models of Shariah stock screening in Indonesia, Malaysia, Singapore, Thailand and Philippines. In this context, the model screening in ASEAN countries have two tendencies, namely; for the country in the majority of the population is Muslim whereby there are many Sharia expert, then they will use the specific screening model and applied only in the country, while for the country that the majority is not Muslim, then they will tend to use models of screening that has been used globally for example DJIM, FTSE, etc. This second pattern has been applied by Singapore, Thailand and Philippines. Secondly, differences in shariah screening models influenced by several factors, namely; differences in social structure of a country where the Islamic stock market is located; the difference in the financial industry that exist in the country will affect on the difference of screening models; and differences sect embraced by most scholars in a country is one of the fundamental factors in determining stock screening model of sharia in 5 ASEAN Countries.

Saham syariah merupakan salah satu sector yang mengalami pertumbuhan paling signifikan pada beberapa tahun terakhir ini. Salah satu elemen penting dalam saham syariah yang sampai saat ini masih memiliki banyak isu adalah *screening* saham syariah. Tujuan dari penelitian ini adalah mengkaji model *screening* saham syariah yang ada di negara-negara ASEAN. Hal ini sangat penting dalam upaya menghadapi masyarakat ekonomi ASEAN 2015. Selain itu penelitian ini bertujuan untuk mengkaji beberapa factor yang mempengaruhi adanya perbedaan model *screening* yang ada di 5 Negara ASEAN. Dengan menggunakan metode diskriptif dan dengan pendekatan studi literature, penelitian ini menemukan beberapa hal. Pertama, terdapat berbagai model *screening* saham syariah yang ada di Indonesia, Malaysia,

Singapura, Thailand dan Filipina. Dalam konteks ini, model *screening* di negara ASEAN memiliki dua kecenderungan yaitu; bagi negara dengan basis Muslim di mana di sana terdapat banyak ahli syariah, maka mereka akan menggunakan model *screening* yang spesifik dan berlakunya di negara tersebut, sedangkan bagi negara yang mayoritas bukan Muslim, maka mereka akan cenderung menggunakan model *screening* yang telah digunakan secara global misalnya DJIM, FTSE, dll. Pola kedua ini dianut oleh Singapura, Thailand dan Filipina. Kedua, perbedaan model *screening* syariah dipengaruhi oleh beberapa faktor, yaitu; perbedaan struktur masyarakat suatu negara di mana pasar saham syariah itu berada; adanya perbedaan industri keuangan yang ada pada negara tersebut akan mempengaruhi perbedaan model *screening* yang ada; dan adanya perbedaan mazhab yang dianut oleh sebagian besar ulama pada suatu negara merupakan salah satu faktor yang fundamental dalam penentuan model *screening* saham syariah di 5 Negara ASEAN.

**Keywords:** *Syariah stock; Stock screening, ASEAN Economic Community; Qualitative screening, Quantitative screening.*

## **Pendahuluan**

Pasar modal syariah merupakan salah satu industri keuangan yang mengalami pertumbuhan sangat signifikan di negara-negara ASEAN pada beberapa dekade terakhir ini (Kassim, 2010; 76). Saat ini pertumbuhan dari pasar modal syariah adalah sebesar 20%-30% per tahun. Angka ini tentu jauh melebihi angka pertumbuhan industri keuangan konvensional yang ditaksir mengalami pertumbuhan pada kisaran 5%-10% (Majid and Kassim, 2010; 103-126).

Terdapat beberapa faktor yang mampu mendorong pertumbuhan industri pasar modal syariah. Pertama, adanya krisis keuangan global dengan intensitas yang semakin besar membuat kebutuhan dari masyarakat bawah terhadap sistem keuangan yang lebih adil semakin meningkat. Kedua, pertumbuhan industri keuangan syariah lain yaitu perbankan syariah, asuransi syariah dll menimbulkan perlunya dukungan dari sektor pasar modal. Ketiga, semakin besarnya jumlah Sumber Daya Manusia (SDM) yang memiliki pemahaman (*awareness*) secara lebih baik terhadap sistem keuangan syariah memberikan dorongan yang luar biasa terhadap pengembangan pasar modal syariah.

Secara teori, pasar modal syariah adalah pasar modal yang memperdagangkan instrumen keuangan yang sesuai dengan aturan-aturan dan prinsip syariah (Dusuki, 2011; 25-40). Terdapat beberapa prinsip utama dalam pasar modal syariah yaitu; adanya pelarangan riba; pelarangan *gharar*; pelarangan *maysir*; dan perusahaan yang menerbitkan instrumen keuangan tersebut

memiliki usaha yang tidak dilarang oleh syariah, misalnya usaha perjudian, minuman keras (Ardiansyah and Qoyum, 2012; 1028). Untuk memberikan jaminan tentang apakah suatu saham perusahaan telah sesuai syariah atau belum, saham harus diseleksi terlebih dahulu, atau yang dikenal dengan istilah *shariah screening* (Derigs dan Marzban, 2008; 286). Dalam proses syariah *screening* ini maka sebuah saham dapat dikategorikan sesuai syariah apabila telah melalui proses penyaringan dengan menggunakan beberapa kriteria atau standar yaitu; kesesuaiannya terhadap prinsip syariah; memenuhi seleksi quantitative yang dilihat dari sisi kinerja keuangannya; dan harus memenuhi kriteria kualitatif terkait dengan *image* sebuah perusahaan, kemanfaatan perusahaan tersebut terhadap ummat.

*Screening* yang dilakukan terhadap saham-saham syariah ini secara teori akan memiliki beberapa implikasi; pertama, saham yang telah lolos dalam proses *screening* maka akan dapat dikategorikan sebagai daftar efek syariah (DES) atau *Shariah Compliance Securities*; kedua, adanya *screening* yang ketat pada sisi kinerja keuangan, maka saham syariah merupakan saham yang memiliki kinerja terbaik dibandingkan yang lain; ketiga, saham syariah adalah saham yang kemungkinan memiliki probabilitas *volatility* cukup rendah dan lebih tahan terhadap guncangan yang terjadi dalam suatu perekonomian, misalnya krisis keuangan.

Dalam proses *screening* saham syariah, setiap negara memiliki standar yang berbeda-beda (Derigs dan Marzban, 2008; 289). Dengan standard yang berbeda ini, tentu mekanisme dan prosedur *screening*nya juga berbeda. Di Indonesia sendiri misalnya, untuk masuk kategori sebagai saham syariah maka sebuah saham harus memenuhi beberapa tahapan seleksi yaitu seleksi kualitatif berkaitan dengan pemenuhan terhadap prinsip syariah dan seleksi quantitative yaitu sebuah perusahaan yang menerbitkan saham harus memiliki rasio keuangan,  $\text{Interest Income} \div \text{Income from Non-Shariah compliant business activities} / \text{Total Revenue} < 10\%$  dan  $\text{Interest-bearing debt} / \text{Total Equity} < 82\%$  (Fatwa Dewan Syari'ah Nasional No: 40/DSN-MUI/X/2003). Sedangkan di negara lain misalnya Malaysia syariah *screening* harus melalui dua tahapan yaitu; tahap kuantitatif, dan tahap kualitatif (Derigs dan Marzban, 2008; 251).

Perbedaan model standar dalam *screening* saham syariah ini tentu menimbulkan beberapa persoalan. Isu syariah menjadi mengemuka mengingat perbedaan ini mencerminkan kerancuan dalam sistem keuangan syariah. Karena, jika sumber rujukannya sama, tentu akan lebih baik jika standard syariah juga sama. Selain itu, model *screening* yang berbeda juga

memberikan indikasi bahwa kualitas dari suatu saham yang sesuai syariah juga berbeda, tergantung pada seberapa ketat/baik kriteria dan seleksi yang dilaksanakan. Kualitas ini dapat dilihat dari kinerja dari saham tersebut yang diukur dengan return yang di hasilkan, volatilitas, dan ketahanannya dalam menghadapi guncangan (*shock*) dalam suatu perekonomian. Ketiga, dalam konteks integrasi masyarakat ASEAN dan mungkin integrasi pasar keuangan Islam, perbedaan ini menimbulkan kerancuan dan kebingungan bagi masyarakat Islam. Berdasarkan rumusan masalah di atas, maka tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui dan memahami tentang bagaimanakah model *screening* pasar modal syariah yang dilakukan beberapa negara ASEAN serta mencari solusi harmonisasinya.

### **Penelitian terdahulu**

Penelitian yang dilakukan oleh Herwany dan Febrian (2009;18) menemukan adanya volatilitas yang tinggi dari pasar saham syariah di Indonesia. Tingginya volatilitas portofolio saham syariah mencerminkan perlunya Dewan Syariah Indonesia untuk mempertimbangkan kembali nilai pasar dalam menentukan kriteria syariah (Herwany dan Febrian, 2010; 22)

Derigs dan Marzban (2009; 11), menemukan bahwa portofolio saham-saham syariah memiliki kinerja yang sama dengan portofolio konvensional. Sementara itu Guyot (2012; 22), menggunakan Indeks saham Islamic Dow Jones, menemukan bahwa saham-saham syariah memiliki sensitifitas yang lebih tinggi terhadap isu-isu geopolitik, seperti isu krisis *subprime mortgage* di USA. Namun demikian, hasil penelitian berbeda ditemukan oleh Derbel, Bouraoui dan Dammak (2011; 9), dimana dengan menggunakan VAR Model, penelitian mereka menemukan bahwa model pasar saham syariah dapat mengurangi dampak krisis keuangan yang terjadi.

Berkaitan dengan *shariah screening*, Sani dan Othman (2013) melakukan penelitian tentang revisi metode syariah *screening* berdasarkan pada kondisi perusahaan-perusahaan yang memenuhi kriteria syariah. Penelitian tersebut memberikan kesimpulan bahwa 77% dari saham yang telah dinyatakan sebagai saham syariah dengan model *screening* dewan syariah Malaysia tetap layak memenuhi aspek syariah. Artinya, dari jumlah tersebut masih terdapat 23% yang tidak sesuai syariah namun masuk dalam daftar efek syariah. Sedangkan saham syariah yang diseleksi dengan menggunakan metodologi MSCI, hanya ada 39% dari

perusahaan akan berhak status sesuai syariah (Sani dan Othman, 2013; 51-63)

Dari beberapa literatur di atas, peneliti melihat bahwa memang banyak penelitian yang membahas tentang volatilitas saham syariah serta kaitannya dengan variabel makroekonomi, namun masih belum ada penelitian yang melihat bagaimana pengaruh perbedaan penggunaan model *screening* saham syariah terhadap ketahanan dan volatilitas pasar saham. Selain itu, penelitian tentang model *screening* juga masih terfokus pada masing-masing negara. Oleh karena itu, penelitian ini akan meneliti bagaimanakah perbedaan model *screening* saham terjadi di berbagai negara di Asia Tenggara, dan jika berbeda, bagaimana dampaknya terhadap ketahanan dan volatilitas saham syariah. Pada akhirnya penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan masukan dalam mewujudkan harmonisasi atau standarisasi model *screening* saham secara internasional.

### **Tujuan syariah (maqāṣid al-sharī'ah)**

Perkembangan pasar modal syariah tidak terlepas dari isu pengembangan pasar modal pada umumnya yang memainkan peran penting untuk menarik tabungan dan menyalurkannya untuk tujuan produktif. Selain itu pasar modal syariah juga merupakan sistem integral dengan sistem ekonomi Islam yang tujuan utamanya adalah untuk mewujudkan tujuan syariah (*maqāṣid al-sharī'ah*).

Menurut Imam Ghazali, "Tujuan syariah adalah untuk mempromosikan kesejahteraan kepada seluruh umat manusia, yang terletak dalam terlindunginya iman mereka (*dīn*), dirinya manusia (*nafs*), akal mereka (*'aql*), keturunan mereka (*nasl*) dan kekayaan mereka (*māl*) (al-Ghazali: 1997; 204). Sedangkan menurut Imam Syathibi (t.t.) kemudian membagi maslahat ini kepada tiga bagian penting yaitu *daruriyyat* (primer), *hajiyyat* (skunder) dan *taḥsinat* (tersier).

Ada beberapa karakteristik khusus Pasar Modal Syariah yaitu bahwa produk dan mekanisme transaksi tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah. Namun demikian, tidak semua saham yang diterbitkan oleh Emiten dan Perusahaan Publik dapat disebut sebagai saham syariah. Suatu saham dapat dikategorikan sebagai saham syariah apabila telah melewati *screening syariah*. Tujuan dari *screening* saham syariah adalah untuk memastikan bahwa suatu saham telah memenuhi semua aspek syariah. Pada umumnya terdapat dua tahapan dalam proses *screening* yaitu; Melakukan evaluasi terhadap aktivitas perusahaan, produk dan

industri; Menghitung beberapa rasio keuangan dan membandingkannya dengan *benchmark*-nya (Omar et. al., 2013; 67)

Di Indonesia suatu saham dapat dikategorikan sebagai saham syariah jika saham tersebut diterbitkan oleh perusahaan yang kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah, namun memenuhi kriteria tidak melakukan kegiatan usaha: perjudian; perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang/jasa; perdagangan dengan penawaran/permintaan palsu; bank berbasis bunga; perusahaan pembiayaan berbasis bunga; *gharar* dan *maysir*; memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan dan/atau menyediakan barang atau jasa yang haram; melakukan transaksi yang mengandung unsur suap (risywah) (Fatwa Dewan Syari'ah Nasional No: 40/DSN-MUI/X/2003).

Dalam pasar modal syariah juga terdapat beberapa transaksi yang dilarang oleh syariah yaitu; *Tadlis*, tindakan menyembunyikan informasi; *Taghrir*, upaya mempengaruhi orang dengan penawaran palsu; *Ikhtikar*, menimbun, dengan tujuan untuk menjual kembali pada saat harga lebih mahal; *Ghibsh*, penjual menyembunyikan kecacatannya; *Ghabn Fahish*, merupakan ketidakseimbangan antara dua barang yang dipertukarkan dalam suatu akad.

### **Pasar modal dan spekulasi**

Pasar modal sebagai bagian daripada sistem ekonomi konvensional, pasar modal tidak terlepas dari salah satu persoalan yang sangat serius dalam operasionalnya. Salah satunya adalah tindakan spekulasi. Spekulasi merupakan aktivitas yang melakukan jual-beli saham dengan tujuan untuk mendapatkan keuntungan dalam jangka pendek. Keuntungan ini dapat diperoleh dari adanya perbedaan harga saham ketika membeli dengan menjual. Aktivitas ini menjadi bagian yang utuh dan tidak dapat dipisahkan dari keberadaan pasar saham saat ini.

Dalam pasar modal ini, dibedakan antara *spekulasi* dengan pelaku bisnis (investor) dari derajat ketidakpastian yang dihadapinya. Untuk itu perlu dilihat dahulu karakter dari masing-masing investasi dan spekulasi, *Pertama*, Investor di pasar modal adalah mereka yang memanfaatkan pasar modal sebagai sarana untuk berinvestasi di perusahaan-perusahaan *gopublik* yang diyakini 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 gain yang biasanya dilakukan dengan upaya “goreng menggoreng” saham.

*Kedua*, spekulasi sesungguhnya bukan merupakan investasi, meskipun di antara keduanya ada kemiripan. Perbedaan yang sangat mendasar di antara keduanya terletak pada motif yang mendasarinya. Para spekulasi membeli sekuritas untuk mendapatkan keuntungan (*capital gain*) dengan menjualnya kembali dalam jangka pendek. Sedangkan para investor membeli sekuritas dengan tujuan untuk berpartisipasi secara langsung dalam bisnis yang lazimnya bersifat *long term*.

Dalam Islam sendiri, ada banyak perbedaan tentang apakah spekulasi diperbolehkan atau tidak. Dalam nash al-Quran yang secara jelas dilarang adalah kegiatan *maysir* dan *gharar*. Jual beli yang dilakukan dengan mengandung unsur *gharar* jelas dilarang, karena akan mendatangkan madharat. Adanya *gharar* inilah yang menimbulkan potensi *maysir*. *Maysir* lebih mirip dengan kegiatan judi atau *zero sum game* sebagaimana dalam al-Qur'an(2: 219).

Rasulullah (SAW) juga melarang kita dari perjudian seperti digambarkan dalam hadis berikut;

“Dari Abu Hurairah (RA), bahwa ia berkata, “Rasul Allah melarang ‘penjualan kerikil’ (penjualan obyek yang dipilih atau ditentukan oleh pelemparan kerikil), dan penjualan al-gharar (Sahih Muslim)”

Ada perbedaan pandangan dari para ulama tentang, apakah kegiatan spekulasi termasuk sebagai bagian dari *maysir* atau tidak. Ibnu Taymiyyah berpendapat bahwa hadith di atas merupakan hadis tentang *gharar* sebagai konsekuensi dari ketidaktahuan. *Maysir* atau perjudian dilarang dalam Islam karena menyebabkan permusuhan dan kebencian dan juga melibatkan memakan properti bi-al-batil, yang merupakan jenis penindasan. Diberi larangan perjudian jelas dalam Al-Quran dan Hadis Nabi (SAW), itu adalah sangat penting untuk menentukan apakah spekulasi di pasar saham mirip dengan judi.

Kamali (1996; 199) mendefinisikan spekulasi sebagai terdiri dari “peramalan cerdas dan rasional tentang tren harga suatu aset di masa depan berdasarkan pada bukti dan pengetahuan tentang kondisi masa lalu dan sekarang”. Berdasarkan ayat-ayat Al-Quran dan Hadis Nabi (SAW), Ibnu Taimiyyah mengatakan bahwa jika penjualan mengandung *gharar* dan memakan milik orang lain, itu adalah sama seperti perjudian, yang jelas-jelas dilarang. Oleh karena itu, untuk transaksi yang

akan disamakan dengan judi, itu harus melibatkan melahap dan perampasan tidak sah milik orang lain. Risiko spekulatif mengambil dalam perdagangan, yang melibatkan investasi dari aset, keterampilan dan tenaga kerja tidak sama dengan perjudian. Hal ini karena pembeli terlibat dalam transaksi yang bertujuan untuk membuat keuntungan melalui perdagangan dan bukan melalui perampasan jujur dari milik orang lain (Omar et.al: 2013; 147).

Sementara itu, El-Ashkar (1995; 81-83) mendefinisikan spekulasi sebagai sebuah praktek yang menggunakan informasi yang tersedia untuk mengantisipasi pergerakan harga masa depan dari sebuah sekuritas sehingga tindakan membeli atau menjual sekuritas dapat diambil dengan maksud untuk membeli atau menjual sekuritas untuk mendapatkan *capital gain* dan atau memaksimalkan nilai kapitalisasi kepemilikan saham. Ini adalah proses yang bergantung pada analisis banyak data ekonomi dan keuangan, laporan keuangan perusahaan, keputusan politik, informasi mengenai keterampilan manajemen dan bakat dan profil pribadi para pengambil keputusan. Artinya, spekulasi adalah kegiatan yang membutuhkan banyak pengetahuan dan keterampilan. Oleh karena itu, berdasarkan pada beberapa pendapat di atas maka spekulasi di pasar saham tidak bisa disamakan dengan perjudian. Hal ini karena, spekulasi di pasar saham masih mendasarkan pada pengetahuan, ilmu serta data ekonomi yang ada untuk membuat keputusan.

Pembahasan di atas telah membuktikan bahwa meskipun spekulasi di pasar saham mungkin terlihat seperti perjudian, namun tidak sama. Sisi positif adalah bahwa hal itu dapat membantu menstabilkan harga dan mengaktifkan pasar di mana ada perdagangan tipis. Hal ini juga dapat memberikan sinyal kepada investor kurang informasi yang di atasnya untuk bertindak. Efek negatif dari spekulasi adalah bahwa jumlah yang berlebihan dapat menyebabkan pergerakan harga stabil di pasar. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa spekulasi yang berlebihan seharusnya tidak diperbolehkan, tetapi pada tingkat wajar diijinkan. Batas kuantitatif pada volume perdagangan harian dan pedoman legislatif dapat membantu mengandung spekulasi dalam batas-batas yang sehat.

Sementara itu ada juga berpandangan bahwa Islam secara tegas melarang tindakan spekulasi sebab secara diametral bertentangan dengan nilai-nilai ilahiyah dan insaniyyah. Tindakan ini juga memicu timbulnya aksi-aksi kecurangan yang terjadi dibursa saham seperti terjadinya *skim Ponzi*, *Frauds in trading* ataupun *short selling*.

## **Metode penelitian**

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah otoritas pasar modal syariah serta keseluruhan perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan Kuala Lumpur *Stock Exchange* (KLSE), Bursa Efek Singapura, Bursa Efek Thailand dan Bursa Efek Filipina periode Januari 2005-April 2014. Penelitian ini menggunakan dua jenis data yaitu data primer dan data sekunder. Untuk mengetahui model *screening* di 5 negara ASEAN dan faktor-faktor yang mempengaruhi perbedaan tersebut menggunakan data primer.

Penelitian ini menggunakan teknik pengumpulan data melalui metode wawancara, yaitu suatu cara untuk mendapatkan informasi dengan cara bertanya secara langsung kepada responden. Wawancara dilakukan dengan responden yang berasal dari para ahli keuangan syariah, regulator pasar modal syariah serta dewan syariah nasional khususnya di Indonesia dan Malaysia, misalnya Dewan Syariah Nasional, *Islamic Shari'ah Academy*, *Islamic Financial Service Board*, dan Otoritas Jasa Keuangan. Hasil dari wawancara ini, diharapkan dapat memberikan gambaran tentang perbedaan model *screening* saham syariah dan kemungkinan untuk membuat standar internasional.

Penelitian ini menggunakan beberapa model teknik analisa data, sesuai dengan pertanyaan penelitian yang akan dijawab. Untuk pertanyaan pertama dan kedua, maka teknik analisa yang digunakan adalah teknik analisa kualitatif dengan melihat, membandingkan dan menganalisa berbagai model *screening* saham syariah.

## **Metode-metode stock screening di lima negara ASEAN**

*Stock screening* merupakan hal yang paling penting dalam industri pasar modal syariah, karena dalam aktivitas ini saham akan ditentukan apakah sesuai dengan syariah atau tidak. Dalam proses *screening* saham, penelitian ini menemukan bahwa 5 Negara ASEAN yang menjadi objek penelitian ini menggunakan model yang berbeda-beda. Secara umum, proses *screening* saham dilakukan melalui dua tahapan yaitu tahapan kualitatif dan tahapan kuantitatif. Tahap kualitatif, proses *screening* meneliti tentang aktivitas utama dari perusahaan yang menerbitkan saham. Di Jakarta Islamic Index, saham akan dievaluasi berdasarkan ada atau tidaknya beberapa aktivitas yang dilarang yaitu; perjudian dan mainan, perdagangan yang dilarang, lembaga keuangan konvensional, transaksi yang berbau korupsi, memproduksi barang atau

jasa yang merusak moral. Setelah suatu saham dinyatakan lolos pada tahap pertama, maka pada tahapan selanjutnya, saham akan dievaluasi dengan menggunakan beberapa rasio keuangan yaitu; rasio pendapatan bunga/pendapatan dari aktivitas non-halal terhadap total pendapatan kurang dari 10%, serta rasio hutang berbasis bunga terhadap total equity kurang dari 82%.

**Tabel 1**  
**Tahap 1: Activity, Industry, and Products Screening**

<b>MSCI Islamic Index (Philippine)</b>	<b>FTSE Islamic Index (Singapore)</b>	<b>Jakarta Shariah Index (Indonesia)</b>	<b>SAC (SC) (Malaysia)</b>	<b>DJIM (Thailand)</b>
<b>Negative Screen</b>	<b>Non Permissible Activities</b>	<b>Negative Screen</b>	<b>Excludes</b>	<b>Non Permissible Activities</b>
<b>Alcohol</b>	Pork Production	Gambling and Games Considered as Gambling	Financial Services Based on Riba	Pork Production
<b>Tobacco</b>	Non-Halal Food Products	Trading that is Prohibited According to Shariah	Gambling/Gaming	Tobacco
<b>Pork-related Products</b>	Alcohol Beverages	Conventional Financial Institutions	Manufacture and/ or Sale of Non Halal Products	Alcohol
<b>Conventional Financial Services</b>	Gambling	Transaction that Contain Elements of Bribery (Risywah)	Tobacco	Gaming
<b>Defense/weapon</b>	Interest Based Financial Institution	Products or Services that can Deprave one's Morals and are Harmful	Conventional Insurance	Convenntional Financial Services
<b>Gambling</b>	Entertainment (Casinos, etc.)	-	Entertainment	Entertainment
<b>Music</b>	Arms, Defense	-	Stock-Broking or Share Trading in Shariah Non-Compliant Securities	Defense, Weapon
<b>Hotels</b>	Tobacco	-	-	Non Halal Food
<b>Cinema</b>	Activities Contrary to Islam	Jakarta Shariah Index	SAC (SC)	Activities Contrary to Islam
<b>Adult Entertainment</b>	-	Negative Screen	Excludes	-

Sementara itu, model *screening* saham-saham syariah di Singapura menggunakan standar yang selama ini banyak digunakan oleh FTSE. Dalam model ini, saham syariah menggunakan dua tahapan, yaitu tahapan kualitatif dan kuantitatif. Pada tahap kuantitatif mekanisme yang dijadikan standard oleh FTSE hampir sama dengan yang dipakai oleh Jakarta Islamic Index (JII), namun dengan beberapa elemen perbedaan yaitu; perusahaan yang memproduksi senjata dan perusahaan yang bergerak dalam bidang hiburan (*entertainment*) akan dikeluarkan sebagai saham yang sesuai syariah.

Untuk tahap kuantitatif, FTSE yang digunakan di pasar modal syariah di Singapura akan menggunakan beberapa variabel keuangan yaitu; rasio kas ditambah piutang terhadap total asset kurang dari 50%; rasio kas ditambah sekuritas berbasis bunga terhadap total aset adalah kurang dari 33%; non halal income kurang dari 5% serta rasio total hutang terhadap total aset kurang dari 33%.

**Tabel 2**  
**Financial Screening DJIM dan MSCI**

	<b>DJIM</b>	<b>MSCI Islamic Index</b>
	$\frac{Acc\ Rec}{24\ Mth\ Average\ Market\ Cap} < 33\%$	$\frac{Totl\ Cash + Account\ Receivables}{Total\ Assets} < 33.33\%$
<b>Liquidity</b>	$\frac{Cash + Int. Bearing Sec.}{24\ Mth\ Average\ Market\ Cap.} < 33\%$	$\frac{Cash + Interest - Bearing Sec.}{Total\ Assets} < 33.33\%$
<b>Debt</b>	Total Debt Divided by Trading 24 Month Average Market Capitalization < 33%	Total Dcbt/Total Asscets < 33.33%

Filipina menggunakan model *screening* MSCI. Pada model ini, pada umumnya menggunakan dua tahapan sebagaimana terjadi pada model lain. Dalam tahapan kualitatif, MSCI akan menyeleksi apakah suatu saham dapat masuk ke dalam saham syariah atau tidak dengan melihat aktivitas utamanya, produk mereka serta sektor industrinya. Beberapa elemen

yang berbeda pada tahapan MSCI ini adalah perusahaan mainan anak-anak, perusahaan musik, dan bioskop akan dikeluarkan sebagai perusahaan yang sesuai syariah. Selain itu, perusahaan yang bergerak dalam bidang perhotelan juga tidak masuk kategori perusahaan yang sesuai syariah. Sedangkan untuk model kuantitatif nya, saham syariah menggunakan beberapa variabel utama yaitu; rasio likuiditas kurang dari 33.33% dan rasio total hutang terhadap total aset kurang dari 33.33%.

**Tabel 3**

	<b>FTSE Islamic Index</b>	<b>Jakarta Islamic Index</b>	<b>SAC</b>
<b>Liquidity</b>	$\frac{Acc. Rec. + Cash}{Total Assets} < 50\%$	-	<i>Turnover (TO) and Profit Before Tax (PBT) of non approve activities Must Below Certain Level</i>
	$\frac{Cash + Int Bearing Sec.}{Total Assets} < 33\%$	-	<i>Interest Income</i>
<b>Prohibited Income</b>	$\frac{Interest Income}{Group Turnover} < 5\%$	$\frac{Interest Income from Non - Shariah Compliant Business Activities}{Total Revenue} < 10\%$	<i>Dividend received from investment in non-approved securities.</i>
	$\frac{Non Permissible Income other than Interest Income}{Revenue} < 5\%$		
<b>Debt</b>	$\frac{Total Debt}{Total Asset} < 33\%$	$\frac{Interest - bearing debt}{Total Equity} < 82\%$	

Sementara itu, untuk pasar saham syariah di Thailand menggunakan model yang dikeluarkan oleh Dowjones Islamic Market. Dalam model tersebut, saham akan diklasifikasikan dengan menggunakan beberapa indikator kualitatif sebagaimana yang digunakan pada model lain. Beberapa rasio keuangan akan digunakan untuk melakukan penyaringan saham syariah yaitu rasio likuiditas (rasio piutang/24bln kapitalisasi aset dan rasio kas dan sekuritas berbasis hutang terhadap 24bulan kapitilisasasi pasar aset) kurang dai 33%, serta rasio hutang terhadap kapitalisasi pasar kurang dari 33%.

Dari beberapa model *screening* saham syariah, model yang digunakan di Malaysia adalah model yang paling unik dibandingkan yang lain. Model yang dikeluarkan oleh Syariah Advisory Council pasar modal syariah di Malaysia, selain menggunakan model kriteria kualitatif sebagaimana yang ada di beberapa model lain, Malaysia juga menetapkan beberapa kriteria lain yaitu; *image*; kebutuhan umum (*maclad%aal*); adat kebiasaan (*'urf*); *umûm al-balwa* (*common plight*); hak non-muslim.

Sementara itu, untuk kriteria kuantitatif, pasar saham syariah menggunakan beberapa variabel keuangan yaitu rasio total aktivitas non-halal terhadap total *turnover* dan rasio total aktivitas non-halal terhadap laba sebelum pajak. Adapun untuk ukuran atau batasan rasio tersebut, pasar saham Malaysia menggunakan beberapa standar yaitu; *The five-percent*(5%) *benchmark*, *The 10-percent* (10%) *benchmark*, *The 20-percent* (20%) *benchmark*.

Proses *screening* didesain untuk melakukan identifikasi terhadap elemen-elemen yang bertentangan dengan aturan syariah, yang bersumber dari Al-Qur'an dan Hadits. Hukum syariah melarang beberapa elemen seperti riba, *maysîr* dan *gharar*. Semua elemen tersebut sangatlah biasa dilakukan di dalam sistem konvensional. Bagi seorang muslim, perbuatan tersebut tentu bertentangan dengan aturan dan merupakan perbuatan dosa.

Bersamaan dengan berdirinya bank syariah, maka pengenalan produk-produk syariah menjadi hal yang cukup penting. Beberapa orang mengatakan bahwa keberadaan produk-produk syariah tersebut hanyalah sebatas replikasi dari sistem konvensional. Semua produk-produk keuangan syariah sebelum mendapatkan pengesahan sebagai produk halal maka harus malalui tahapan *screening* terlebih dahulu yang dilakukan oleh Dewan Syariah di masing-masing negara sesuai dengan kewenangannya.

Dewan syariah inilah yang akan memastikan bahwa setiap produk keuangan yang dikeluarkan berada dalam kerangka syariah. Beberapa produk perbankan syariah yang ada misalnya produk murabahah, musyarakah, ijarah telah cukup populer selama ini. Namun demikian, dalam dunia keuangan seperti sekarang ini, masih dibutuhkan jenis-jenis produk yang lain sesuai dengan kebutuhan masyarakat. Dalam pasar saham, keberadaan saham syariah tentu sangatlah penting mengingat masyarakat yang sangat membutuhkan. *Shariah screening* merupakan salah satu kegiatan yang dilakukan untuk menghilangkan produk-produk yang tidak sesuai dengan syariah dan tidak sesuai dengan kaidah investasi dalam Islam (Dusuki, 2012; 130).

Meningkatnya kesadaran dari investor muslim dalam aktivitas perdagangan saham adalah menjadi salah satu alasan penting perlunya pengembangan metode *screening* saham syariah. Aktivitas yang sangat lekat dengan riba merupakan salah faktor yang menentukan larinya investor muslim dari pasar saham. Oleh karena itu, pada tahun 1987, para ahli berkumpul dan memberikan solusi tentang bagaimanakah agar para investor muslim dapat memperoleh suatu manfaat dari pasar saham. Muhammad Taqi Usman sebagai ketua tim bersama dengan Prof. Saleh Tug dan Sheikh Muhammad Al-Tayeb Al-Najjarmempresentasikan kriteria syariah *screening* termasuk dalam kaitan bagaimanakah seorang investor Muslim melakukan jual beli saham syariah (Mian, 2008; 25-39).

Mencari petunjuk dari para ulama merupakan upaya yang terus dilakukan dalam mengembangkan produk keuangan Islam. Praktek ini telah berlangsung lama mulai dengan meminta pandangan dari para imam masjid. Konsultasi informal ini yang kemudian berkembang dengan proses yang lebih luas yakni dengan membuat metode *screening* yang diterima secara luas di seluruh dunia. Dalam kontek aktivitas ekonomi dan keuangan, petunjuk dan arahan ini tentu sangatlah penting untuk menjamin bahwa setiap transaksi ekonomi telah sesuai dengan syariah (Mian, 2008; 25-39).

Penasehat syariah adalah seorang ulama yang memiliki keahlian dalam bidang fiqh muamalah dan keuangan Islam, yang memiliki kewajiban untuk mengarahkan, mereview dan mengawasi segala kativitas yang berhubungan dengan keuangan Islam, untuk menjamin bahwa semua produk keuangan Islam sesuai dengan aturan dan prinsip syariah. Bagian dari seorang ahli syariah dalam keuangan Islam sangatlah penting. Misalnya, terdapat kasus di

mana hal itu tidak terdapat pada masa Rasulullah SAW dan membutuhkan penjelasan, maka pendapat dari para ahli syariah ini tentu sangat penting untuk mencari solusi berdasarkan pada sumber-sumber lain yakni ijma dan qiyas yang berorientasi masalah bagi masyarakat.

Secara esensi, pandangan dari para ahli syariah dalam proses *screening* saham syariah merupakan sebuah bentuk layanan kepada ummat untuk mewujudkan masalah, tidak seperti ahli hukum konvensional yang menyampaikan pendapat hukum dengan menerima sejumlah fee. Atas dasar inilah maka, ahli syariah harus lebih hati-hati dalam memberikan pandangan dalam proses *screening*. Sebagaimana dijelaskan oleh De Lorenzo, bahwa pengawasan syariah mungkin akan dianggap sebagai sebuah audit syariah. Sehingga secara spesifik, pengawasan syariah dalam proses *screening* merupakan bentuk upaya untuk menjamin bahwa produk dan jasa yang ditawarkan dalam produk keuangan Islam adalah diterima secara syariah, oleh karena itu, masyarakat muslim boleh untuk menggunakannya.

Semuapendekatan dalam proses *screening* saham seharusnya menggunakan kriteria yang sama karena semuanya menggunakan sumber hukum yang sama. Namun demikian, pada level penerimaannya terdapat perbedaan. Hal ini karena berdasarkan pada lingkungan, lokasi dan mazhab yang dianut. Beberapa negara menggunakan model kriteria yang spesifik berlaku di tempat tersebut misalnya Malaysia dan Indonesia, sementara beberapa negara lain menggunakan model *screening* yang lebih diterima secara global misalnya Dowjones, FTSE dll (Derigs dan Marzban, 2008; 291). Selain itu, saat ini juga berkembang model *screening* yang berjalan secara otomatis, walaupun hal ini masih diperdebatkan tingkat akurasi, karena ternyata masih ada perusahaan yang seharusnya tidak masuk sebagai daftar efek syariah tetapi ternyata lolos syariah *screening* (Marzban and Donia, 2010; 12).

Derigs dan Marzban (2008; 295) menggarisbawahi bahwa perbedaan standar dalam melakukan *screening* saham syariah memungkinkan terjadinya perbedaan apakah sebuah perusahaan dikatakan sebagai halal atau haram. Mereka juga berpendapat bahwa pendekatan matematis dalam proses *screening* mungkin kurang memiliki akurasi yang baik, jika tidak didukung dengan pengkajian secara mendalam. Rahman et.al (2010; 235) melakukan kajian tentang kriteria *screening* saham syariah di Kuala Lumpur Stock Exchange dan Dow Jones Islamic Market Index, di mana mereka menemukan inkonsistensi dalam proses *screening* dari keduanya.

Namun demikian, hal ini memungkinkan untuk ditoleransi dengan fakta bahwa mungkin suatu negara memiliki karakteristik yang khusus dan berbeda dengan negara lain. Misalnya, Malaysia sebagai negara muslim tentu tidak dapat dibandingkan dengan negara-negara lain yang non-Muslim. Namun demikian perbedaan ini sangat berpotensi menimbulkan persaan tidak percaya dan tidak aman dari para investor terhadap produk-produk keuangan yang pada akhirnya hal ini akan menghambat proses pengembangan produk keuangan Islam pada masa yang akan datang. Oleh karena itu, sebagaimana diusulkan oleh beberapa ahli keuangan, maka perlu adanya upaya pengembangan kearah penyatuan atau standarisasi model *screening* saham syariah (Islamic Finance News, 2011; 15).

Melalui analisa ini, peneliti ingin menunjukkan dampak dari perbedaan pedoman syariah dalam proses *screening* saham dan mencoba untuk menjelaskan faktor kenapa hal itu berbeda. Berdasarkan pada analisa, penelitian ini secara jelas menunjukkan bahwa perbedaan adanya standar *screening* saham syariah menghasilkan perbedaan klasifikasi apakah perusahaan masuk dalam kategori perusahaan yang halal atau haram. Hal ini tentu menimbulkan inkonsistensi terhadap hasil klasifikasi, sehingga dampaknya adalah menimbulkan tingkat kepercayaan dan rasa aman dari para investor menjadi berkurang. Tentu dampak jangka panjangnya adalah terhambatnya proses pengembangan keuangan syariah pada masa yang akan datang.

Keahlian dari para ulama merupakan hal yang paling penting dalam membuat produk keuangan islam dan menjamin bahwa produk keuangan yang berkembang di konvensional dapat diakses oleh investor muslim. Penelitian ini menemukan bahwa para pengawas syariah tidak melakukan analisa secara detail pada tingkat operational utamanya berkaitan dengan rasio keuangan, sehingga hal ini menimbulkan beberapa kerancuan pada berbagai aspek karena bisa saja menurut pengawas syariah yang satu halal sementara menurut yang lain haram. Atas dasar inilah maka penyatuan dan standarisasi model *screening* saham syariah merupakan hal yang sangat urgen.

## **Penutup**

Penelitian ini mengkaji berbagai aspek dalam proses *screening* saham untuk menentukan apakah saham tersebut termasuk dalam kategori saham yang halal atau haram. Proses *screening* ini tentu sangat penting untuk menarik minat para investor serta memberikan peluang kepada

mereka yaitu investor muslim untuk merasakan manfaat dari pasar saham. Penelitian ini menekankan pada beberapa hal yaitu, bagaimanakah model *screening* saham syariah yang digunakan di negara ASEAN yang dalam penelitian ini sampel yang digunakan adalah Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand dan Filipina. Selain itu, penelitian ini juga mengkaji berbagai faktor yang mempengaruhi perbedaan dari model *screening* saham syariah, serta bagaimana dampak dari perbedaan ini terhadap tingkat ketahanan saham syariah dan volatilitas pasar saham syariah di 5 Negara ASEAN.

Berdasarkan pada analisa data yang kami lakukan, penelitian ini menyimpulkan beberapa hal yaitu; pertama, dari 5 sampel yang digunakan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa 5 negara ASEAN yaitu Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand dan Filipina menggunakan model *screening* yang berbeda-beda. Indonesia menggunakan model *screening* yang secara spesifik digunakan di negara tersebut yaitu model kualitatif yang mengkaji kegiatan, aktivitas dan produk yang dihasilkan oleh perusahaan yang menerbitkan saham tersebut dan model kualitatif yang menggunakan dua ratio yaitu ratio Debt to Equity dan rasio Non Halal Income terhadap *total income*. Malaysia juga menggunakan model *screening* yang secara spesifik berlaku di negara tersebut yang dikeluarkan oleh Syariah Advisory Council (SAC) Bursa Malaysia. Dalam pendekatan mereka, untuk variable kualitatif mereka menggunakan standar yang hampir sama dengan di Indonesia, sedangkan variabel kuantitatif Malaysia menempatkan variabel Turnover dan Profit Before Tax sebesar 5%, 10%, 15% dan 20% berdasarkan pada segmen industrinya.

Sedangkan untuk negara Thailand, Filipina dan Thailand, mereka menggunakan model *screening* saham syariah yang berlaku secara umum di berbagai negara yaitu Dowjones, MSCI dan FTSE. Penggunaan model-model *screening* global memang banyak digunakan oleh negara-negara non-Muslim. Dalam model tersebut, terdapat dua tahapan yaitu kualitatif dan kuantitatif. Untuk *screening* kualitatif hampir sama, tetapi untuk variabel kuantitatif terdapat sedikit perbedaan dari proxy yang digunakan oleh masing-masing model.

Kedua, perbedaan model *screening* syariah menurut beberapa ahli keuangan syariah dipengaruhi oleh beberapa faktor. Pertama, perbedaan struktur masyarakat suatu negara di mana pasar saham syariah itu berada. Misalnya dalam hal ini adalah negara-negara yang memiliki basis penduduk mayoritas Islam akan menggunakan model *screening* yang khusus

dan berlaku di negara tersebut. Alasan logisnya adalah, bahwa di negara tersebut memiliki ahli keuangan syariah yang banyak sehingga memungkinkan untuk membuat ijtihad sendiri tentang model yang akan berlaku di Negeranya. Kedua, adanya perbedaan industri keuangan yang ada pada negara tersebut akan mempengaruhi perbedaan model *screening* yang ada. Sebagaimana kita ketahui bahwa *screening* saham syariah dilakukan untuk memastikan bahwa saham tersebut telah terbebas dari elemen yang haram. Namun demikian, dalam konteks bisnis seperti saat ini, maka tidak mungkin ada suatu kegiatan bisnis yang betul-betul terbebas dari kegiatan konvensional. Oleh karena itu, model *screening* bertujuan untuk meminimalkan dampak dari keuangan konvensional terhadap bisnis syariah. Atas dasar inilah maka perlu ditetapkan suatu standar yang bertujuan untuk meminimalkan dampak keuangan konvensional dalam model *screening* saham syariah.

Faktor ketiga adalah, adanya perbedaan mazhab yang di anut oleh sebagian besar ulama pada suatu negara merupakan salah satu faktor yang fundamental dalam penentuan model *screening* saham syariah di 5 Negara ASEAN. Menurut Derigz dan Marzban (2008) bahwa variabel ini merupakan salah satu variabel yang sangat signifikan dalam mempengaruhi model *screening* saham syariah yang digunakan pada suatu pasar saham syariah.

Berdasarkan pada penelitian yang kami lakukan, maka ada beberapa rekomendasi yaitu;

- 1) Perlu dilakukan proses penyatuan atau paling tidak standarisasi model *screening* saham syariah di ASEAN khususnya dan di Dunia pada umumnya. Proses penyatuan ini tentu harus dimulai dengan proses penyatuan pemahaman dari para pembuat kebijakan di pasar modal syariah. Pada tahap selanjutnya para pembuat kebijakan dapat melakukan penyamaan variabel-variabel yang akan digunakan dalam proses seleksi saham apakah masuk kategori halal atau haram.
- 2) Kebijakan standarisasi saham syariah ini dapat dilakukan oleh dewan syariah bekerjasama dengan otoritas bursa saham syariah di beberapa negara ASEAN.
- 3) ASEAN Secretariat sebagai pihak yang berkepentingan dan bertanggungjawab dalam melakukan integrasi masyarakat ASEAN perlu membuat kebijakan strategis demi mendorong arah penyatuan model *screening* saham syariah di kawasan.
- 4) Dewan syariah dan ahli keuangan syariah di Negara ASEAN dapat melakukan musyawarah secara bersama untuk mencari model terbaik di pasar saham syariah. Selain

itu, hal ini tentu diharapkan dapat mewujudkan saham syariah yang lebih tahan terhadap guncangan (*financial shock*) serta memiliki volatilitas yang lebih baik. Sehingga hal ini akan berdampak baik dalam meningkatkan kepercayaan masyarakat terhadap pasar saham syariah.

### Daftar pustaka

- Abdul Rahman, A., Yahya, M. A., and Mohd Nasir, M. H. "Islamic Norms for Stock Screening a Comparison Between the Kuala Lumpur Stock Exchange Islamic Index and the Dow Jones Islamic Market Index" dalam *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, Vol. 3 No. 3, (2010): 228-240.
- Al-Ghazali. *Al-Mustashfa*. Beirut: Dār al-Fikr, 1997.
- Ardiansyah, Misnen and Abdul Qoyum, "Testing the Semi-strong Form Efficiency of Islamic Capital Market With Response to Information Content of Dividend Announcement: A Study in Jakarta Islamic Index", dalam *Journal of Modern Accounting and Auditing* Vol. 8, No. 7, (2012): 1025-1041.
- Derbel, Hatem, Bouraoui, Taoufik, & Dammak, Neila. "Can Islamic Finance Constitute a Solution to Crisis," dalam *International Journal of Economics and Finance* Vol. 3 No.3, (2011).
- Derigs, Ulrich, and Marzban, Shehab. "Review and analysis of current Shariah-compliant equity screening practices," dalam *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, Vol. 1 No. 4, (2008): 285-303
- Derigs, Ulrich, & Marzban, Shehab. New strategies and a new paradigm for syariah-compliant portfolio optimization dalam *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33, (2009), pp. 11.
- Dusuki, Asyraf Wajdi (ed.). *Islamic Financial System; Principle and its Operation*, Kuala Lumpur: ISRA Publication, 2012.
- Dusuki, A. "Practice and Prospect of Islamic Real Estate Investment Trusts (IREITs) in Malaysian Islamic Capital Market", dalam *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, Vol. 6, No. 2, (2011), 25-40
- El-Ashkar, Ahmad Abdel Fattah. "Towards an Islamic Stock Exchange in a Transitional Stage." Dalam *Islamic Economic Studies* Vol. 3 No.1 (1995): 79-112.1995
- Fama, Eugene F., & French, Kenneth R. "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies," dalam *The Journal of Finance* Vol. 51 (1), (1996).
- Fatwa Dewan Syari'ah Nasional No: 40/DSN-MUI/X/2003 Tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal

- Febrian, Erie, & Herwany, Aldrin. "Volatility Forecasting Models and Market Co-integration: A study on South-east Asian Markets," dalam *The Indonesia Capital Market Review* Vol. 1 No. 1 (2009).
- Febrian, Erie, & Herwany, Aldrin. "The Performance of Asset Pricing Models Before, during, and after Financial Crisis In Emerging Market: Evidence from Indonesia," dalam *The International Journal of Business and Finance Research* Vol. 4 No. 1 (2010).
- Guyot, Alexis. "Efficiency and Dynamics of Islamic Investment: Evidence of Geopolitical Effects on Dow Jones Islamic Market Indexes," dalam *Emerging Market Finance & Trade* Vol. 47 No. 6 (2012).
- Herwany, Aldrin, & Febrian, Erie. "Co-integration and Causality Analysis on Developed Asian Market for Risk Management & Portfolio Selection," dalam *Gadjah Mada International Journal of Business* Vol. 10 No.3 (2008).
- Kamali, M.H., 1996. "Islamic Commercial Law: An Analysis of Futures" dalam *The American Journal of Islamic Social Sciences*, Vol. 13 No. 2 (1996): 197-224
- Kassim, Salina H. "Global Financial Crisis of Islamic Stock Markets in Developed and Developing Countries," *VRF Series*, 2010.
- Kassim, Salina H., "The Global Financial Crisis And The Integration Of Islamic Stock Markets In Developed And Developing Countries" dalam *Asian Academy Of Management Journal Of Accounting And Finance*, Vol. 9, No. 2 (2013): 75-94.
- Majid, M. Shabri Abd. and Salina H. Kassim, "Potential Diversification Benefit Across Global Islamic Equity Market" dalam *Journal of Economics Cooperation and Development* Vol.31 No. 4 (2010): 103-126.
- Marzban, Shehab and Mohamed Donia, " Shariah-- compliant Equity Investments Frameworks, Trends and Crisis " dalam *Harvar d Islamic Finance Forum Paper*, (2010).
- Mian, K. M., 'Shariah screening and islamic equity indexes', *Islamic Finance: A Practical Guide* (2008): 25-39.
- Omar, Moh. Azmi et.al.. *Fundamental of Islamic Money Market and Islamic Capital Market*, Wiley, Singapore; 2013.
- Sani, N.A. and Othman, R. " Revision of Shariah Screening Methodology: The Status of Shariah-Compliant Companies in Malaysia" dalam *Proceedings of the 3 rd International Conference on Management (3rd ICM 2013), Malaysia*, (2013): 51-63.