

PASAR UANG DAN PASAR MODAL DALAM PERSPEKTIF EKONOMI ISLAM

SRI RAMADHAN

Institut Agama Islam Negeri Imam Bonjol Padang
E-mail: sal_ila@yahoo.com

Abstract

The research theme is the financial and banking institutions. This article aims to look at the money market and the capital market in the perspective of Islam. The article is the result of the study of literature. Differences in the Islamic capital market with conventional capital market can be seen in the instruments and mechanisms of the transaction. Islamic stock index difference with conventional stock indexes lies in the issuer's shares of criteria that must comply with the principles of sharia. The main instruments are traded in the Islamic capital markets and capital markets are conventional stocks. Expected to Islamic capital market is really a meeting place between people who are in need of capital to investors who want to invest in productive sectors.

Keywords: *Money Markets, Capital Markets, Islamic Economics*

PENDAHULUAN

Sektor non riil atau sektor moneter secara garis besar dapat dibagi dalam dua katagori yakni pasar uang dan pasar modal. Pasar uang adalah bertemunya permintaan dan penawaran terhadap mata uang lokal dan asing atau dengan kata lain pasar yang memperdagangkan valas, sedangkan pasar modal adalah transaksi modal antara pihak penyedia modal (investor) dengan pihak yang memerlukan modal (pengusaha) dengan menggunakan instrumen saham, obligasi, reksa dana dan instrumen turunannya (derivatif instrument).

Pada masa sekarang arus uang dan modal jarang dihubungkan dengan keperluan transaksi perdagangan internasional dan kebutuhan modal untuk investasi jangka panjang. Tetapi perekonomian konvensional melihat pasar uang dan pasar modal sebagai

sarana investasi jangka pendek yang bersifat spekulatif guna mendapatkan keuntungan (gain) yang cepat dan besar (Al-Adnani, 1984).

Di tengah kemerosotan, skandal dan resiko yang menimpa pasar modal dan uang konvensional tersebut, kini dunia mulai melirik Islam sebagai alternatif. Didahului oleh pendirian bank syariah dan lembaga asuransi syariah di negeri-negeri Islam termasuk di Barat sendiri, kini upaya untuk menerapkan dan mensosialisaikan pasar modal syariah semakin gencar.

Pada 14 Maret 2003 yang lalu, pemerintah yang diwakili Menteri Keuangan, Bapepam dan MUI secara resmi meluncurkan pasar modal syariah. Sebelumnya pada tahun 2000 PT Bursa Efek Jakarta (BEJ) bekerjasama dengan PT Danareksa Investment Management (DIM) telah meluncurkan Jakarta Islamic

Index, sementara itu reksa dana syariah pertama sudah ada pada tahun 1997, serta diterbitkannya Obligasi Syariah Mudharabah Indosat pada tahun 2002. Yang lebih menarik lagi, di pusat keuangan kapitalis dunia Wall Street, Dow Jones pada Februari 1999 telah meluncurkan Dow Jones Islamic Market Indexes (DJIMI). Perkembangan tersebut disambut gembira oleh banyak pihak.

Merupakan suatu hal yang menggembirakan ketika dunia khususnya negeri-negeri Islam mulai melirik Islam sebagai sistem alternatif. Akan tetapi kita harus bersikap kritis atas konsep baru yang ditawarkan tersebut. Yakni apakah pasar modal syariah tersebut secara prinsip tidak jauh berbeda dengan pasar modal konvensional? Atau apakah konsep dan aplikasi pasar modal syariah sudah sesuai dengan syari'at Islam?

PEMBAHASAN

Pasar Uang dan Modal

Istilah *al sharf* yang berarti jual beli valuta asing dapat ditemukan dalam beberapa kamus. Al-Adnani mendefinisikan *al sharf* dengan tukar-menukar uang (Al-Adnani, 1984). Dalam Kamus *al Munjid fi al Lughah* (Ma'luf, 1986) disebutkan bahwa *al sharf* berarti بيع النقود بنقود (menjual uang dengan uang lainnya). Yang dalam istilah Inggris adalah *money changer* (Al-Baklabaki, 1984). An-Nabhani mendefinisikan *al sharf* dengan pemerosotan harga dengan harta lain, dalam bentuk emas dan perak, yang sejenis dengan saling menyamakan antara emas yang satu dengan emas yang lain, atau antara perak yang

satu dengan perak yang lain (atau berbeda sejenisnya) semisal emas dan perak, dengan menyamakan atau melebihkan antara jenis yang satu dengan jenis yang lain (An-Nabhani, 1996).

Dari beberapa definisi di atas, dapat ditarik suatu kesimpulan bahwa *al sharf* merupakan suatu perjanjian jual beli suatu valuta dengan valuta lainnya, transaksi jual beli mata uang yang sejenis seperti rupiah dengan rupiah, maupun yang tidak sejenis seperti rupiah dengan dolar atau sebaliknya. Dalam literatur klasik, ditemukan dalam bentuk jual beli dinar dengan dinar, dirham dengan dirham atau dinar dengan dirham. Tukar menukar seperti ini di dalam hukum Islam termasuk salah satu cara jual beli, dan dalam hukum perdata Barat disebut dengan barter.

An-Nabhani (1996) menyatakan bahwa jual beli mata uang atau pertukaran mata uang merupakan transaksi jual beli dalam bentuk finansial yang menurutnya mencakup:

1. Pembelian mata uang dengan mata uang yang serupa seperti pertukaran uang kertas dinar baru Irak dengan uang kertas dinar lama.
2. Pertukaran mata uang dengan mata uang asing seperti pertukaran dolar dengan Pound Mesir.
3. Pembelian barang dengan uang tertentu serta pembelian mata uang tersebut dengan mata uang asing seperti membeli pesawat dengan dolar, serta pertukaran dolar dengan dinar Irak dalam suatu kesepakatan.
4. Penjualan barang dengan mata uang, misalnya dengan dolar Australia serta pertukaran dolar dengan dolar Australia.

5. Penjualan promis (surat perjanjian untuk membayar sejumlah uang) dengan mata uang tertentu.
6. Penjualan saham dalam perseroan tertentu dengan mata uang tertentu.

Dewasa ini jual beli uang biasanya terjadi di bursa valuta asing (valas). Bursa valas ini diartikan dengan mekanisme, di mana orang dapat mentransfer daya beli antar negara, memperoleh atau menyediakan kredit untuk transaksi perdagangan internasional dan meminimalkan kemungkinan resiko kerugian akibat terjadinya fluktuasi kurs suatu mata uang (Siamat, 1999). Transaksi di pasar valuta asing terdiri dari dua jenis tingkatan, yaitu antar bank (*wholesale market*) dan klien (*retail market*). Transaksi individu dalam pasar antar bank biasanya berjumlah sangat besar, misalnya dalam kelipatan jutaan dolar. Sedangkan kontrak antar bank dengan nasabah biasanya dibuat dalam jumlah tertentu dan bisa dalam jumlah yang relatif kecil. Peserta yang aktif melakukan transaksi pada tingkat pasar tersebut terdiri dari empat golongan, yaitu: Dealer Valuta Asing baik bank ataupun non-bank, perusahaan dan individu (importir, investor internasional, perusahaan-perusahaan multinasional), spekulator dan arbitrase dan bank sentral.

Praktek *al sharf* hanya terjadi dalam transaksi jual beli, di mana praktek ini diperbolehkan dalam Islam berdasarkan hadits Rasulullah:

لا تبيعوا الذهب بالذهب إلا سواء بسواء
والفضة بالفضة إلا سواء بسواء وبيعوا

الذهب بالفضة والفضة بالذهب كيف شئتم
“Janganlah engkau menjual emas dengan emas, kecuali seimbang, dan jangan pula menjual perak dengan perak kecuali seimbang. Juallah emas dengan perak atau perak dengan emas sesuka kalian”

نهي النبي ص م عن الفضة بالفضة والذوب
بالذهب إلا سواء بسواء وأمرنا أن نبتاع

الذهب بالفضة كيف شئنا
“Nabi melarang menjual perak dengan perak, emas dengan emas, kecuali seimbang. Dan Nabi memerintahkan untuk menjual emas dengan perak sesuka kami, dan menjual perak dengan emas sesuka kami”

أمرنا أن نشترى الفضة بالذهب كيف شئنا
ونشترى الذهب بالفضة كيف شئنا. فسأله

رجل فقال يدا بيد فقال هكذا سمعت
“Kami telah diperintahkan untuk membeli perak dengan dengan emas sesuka kami dan membeli emas dengan perak sesuka kami. Lalu seorang laki-laki bertanya, kemudian beliau menjawab: Harus tunai. Dan (perawi) berkata: demikianlah yang aku dengar”.

Dari beberapa hadits di atas dapat dipahami bahwa hadis pertama dan kedua merupakan dalil tentang diperbolehkannya *al sharf* serta tidak boleh adanya penambahan antara suatu barang yang sejenis (emas dengan emas atau perak dengan perak), karena kelebihan antara dua barang yang sejenis tersebut merupakan riba *al fadl* yang jelas-jelas dilarang oleh Islam. Sedangkan Hadits ketiga, selain bisa dijadikan dasar diperbolehkannya *al sharf*, juga mengisyaratkan bahwa kegiatan jual beli tersebut harus dalam bentuk tunai, yaitu untuk menghindari terjadinya *riba nasi'ah*.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa jual beli mata uang harus dilakukan

sama-sama tunai serta tidak melebihkan antara satu barang dengan barang lain dalam mata uang yang sejenis. Begitu juga pertukaran antara dua jenis mata uang yang berbeda, hukumnya mubah. Bahkan tidak ada syarat harus sama atau saling melebihkan, namun hanya disyaratkan tunai dan barangnya sama-sama ada An Nabhani (1996).

Penciptaan mata uang adalah dalam rangka untuk diedarkan di masyarakat dan menjadi penyeimbang bagi semua harta benda dengan adil dan sebagai perantara benda-benda yang lain. Sekalipun uang memiliki nilai, tetapi yang diperlukan bukanlah bendanya. Uang mempunyai nilai yang sama terhadap semua benda, bahkan Al Gazali seperti yang dikutip Karim (2002) dalam kitabnya *Ihya' Ulumuddin* mengibaratkan uang agaikan cermin. Cermin tidak punya warna namun dapat merefleksikan semua harga. Uang bukan komoditi dan oleh karenanya tidak dapat diperjual belikan.

Uang merupakan modal serta salah satu faktor produksi yang penting, tetapi “bukan terpenting”. Manusia menduduki tempat di atas modal disusul sumber daya alam. Pandangan ini berbeda dengan pandangan sementara pelaku ekonomi modern yang memandang uang sebagai segala sesuatu, sehingga tidak jarang manusia atau sumber daya alam dianiaya atau ditelantarkan.

Modal tidak boleh disalahgunakan. Manusia harus menggunakannya dengan baik agar ia terus produktif dan tidak habis digunakan. Oleh karena itu, modal tidak boleh menghasilkan “keuntungan” dari dirinya sendiri, tetapi harus dengan usaha manusia

melalui sektor yang “riil”. Inilah salah satu sebab mengapa membungakan uang, dalam bentuk riba dan perjudian dilarang. Salah satu sebab pelarangan riba, serta pengenaan zakat sebesar 2,5 % terhadap uang adalah untuk mendorong aktivitas ekonomi, perputaran dana, serta sekaligus mengurangi spekulasi serta penimbunan.

Secara normatif hukum Islam, jual beli valuta asing yang dilakukan saat sekarang tidaklah merubah fungsi uang dalam Islam. Karena *al sharf* yang dijadikan sebagai salah satu jasa perbankan tidaklah sama dengan perdagangan uang atau memperjual-belian uang yang dalam banyak hal telah merugikan masyarakat banyak, terutama dalam kasus Indonesia.

Perbedaan antara *al sharf* dengan perdagangan uang atau jual beli uang, terletak pada hukum yang diterapkan pada *al sharf*. Walaupun *al sharf* itu merupakan salah satu variasi dari jual beli, akan tetapi tidak dihukumi dengan konsep jual beli secara umum, karena dalam konsep jual beli boleh untuk ditanggihkan. Sedangkan dalam variasi jual beli mata uang dengan mata uang lain memakai hukum khusus yang tidak terdapat dalam *bai' al muthlaq* (jual beli barang dengan uang) dan *bai' al muqayyadah* (jual beli barang dengan barang) yaitu dalam *time settlement*-nya. Artinya dalam akad *al sharf* ini harus dilakukan secara tunai (tidak boleh ditanggihkan).

Sebagaimana diketahui, bahwa jual beli itu bisa berupa *ayn* (*good* dan *service*) yang berarti barang dan jasa, atau juga berupa *dayn* (*financial obligation*). Obyek jual beli berupa *dayn* dengan

dayn, hukumnya adalah hukumnya tidak sah karena hal tersebut telah menjadikan *dayn* dengan *ayn*. Akan tetapi, ketika kedua bentuk *dayn* itu adalah berupa mata uang, maka ia adalah *al sharf* yang hukumnya boleh (mubah) dengan syarat kedua mata uang tersebut harus diserahkan secara langsung (tunai) sebelum para pihak berpisah. Sehingga akad *al sharf* ini bisa disebut sebagai pengecualian dari akad lain yang obyeknya berupa *dayn*.

Tujuan dari keharusan tunai dalam akad *al sharf* adalah untuk menghindari adanya garar yang terdapat dalam *riba fadl*. Garar dalam akad *sharf* ini akan lenyap karena *time of settlement*-nya dilaksanakan secara tunai. Sedangkan dalam akad yang obyeknya berupa barang, maka selain masa penyerahannya yang harus tunai, juga harus sama dalam hal kualitas dan kuantitasnya. Justeru merupakan hal yang tepat, ketika Ibnu Taimiyah mensyaratkan harus dilakukan secara simultan (*taqabud*) dalam transaksi perdagangan uang (Abdurrahman, 1963).

Sebagai salah satu variasi jual beli, *al sharf* juga tentu saja harus memenuhi persyaratan sebagaimana halnya variasi jual beli yang lain seperti *bai' al mutlak* dan *muqayyadah*. Karena, agar akad jual beli itu terbentuk dan sah, diperlukan sejumlah syarat, yaitu syarat adanya akad jual beli dan syarat sahnya jual beli. Sehingga akad jual beli itu tidak saja ada dan terbentuk, akan tetapi juga sah secara hukum. Dengan demikian hukum tentang *al sharf* yang biasa diartikan dengan jual beli valuta asing tidak diragukan lagi kebolehan dari sudut hukum Islam.

Aktivitas perdagangan valuta asing harus terbebas dari unsur *riba*, *maisir*, dan *gharar*. Dalam pelaksanaannya haruslah memperhatikan beberapa batasan. Mengacu pada hadis-hadis yang dijadikan dasar diperbolehkannya kegiatan jual beli valuta asing, maka batasan-batasan yang perlu diperhatikan dalam melakukan transaksi tersebut adalah:

1. Pertukaran tersebut harus dilakukan secara tunai (*bai' naqd*), artinya masing-masing pihak harus menerima atau menyerahkan masing-masing mata uang pada saat yang bersamaan.
2. Motif pertukaran adalah dalam rangka mendukung transaksi komersil, yaitu transaksi perdagangan barang dan jasa antar bangsa, bukan dalam rangka spekulasi.
3. Harus dihindari jual beli bersyarat. Misalnya A setuju membeli barang dari B hari ini, dengan syarat B harus membelinya kembali pada tanggal tertentu di masa mendatang. Hal ini tidak diperbolehkan karena selain untuk menghindari *riba*, juga karena jual beli bersyarat itu membuat hukum jual beli menjadi belum tuntas.
4. Transaksi berjangka harus dilakukan dengan pihak-pihak yang diyakini mampu menyediakan valuta asing yang dipertukarkan.
5. Tidak dibenarkan menjual barang yang belum dikuasai, atau dengan kata lain tidak dibenarkannya jual beli tanpa kepemilikan (*bai' inah*) (Antonio, 1999).

Dari penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa pertukaran uang dengan cara *qabdh*

(penerimaan barang ditempatkan) merupakan syarat sah jual beli mata uang, baik emas dengan emas atau perak dengan perak. Hanya saja disyaratkan *hulul* dan *qabadh*. Dibenarkan adanya kurang tau lebih, tapi tidak dibenarkan adanya tangguh atau bertempo. Dengan demikian, maka dibenarkan bank untuk memperdagangkan uang yang berlainan, asalkan memenuhi syarat di atas dan boleh memperjual-belikannya dengan selisih harga. Seperti suatu bank menjual 1 dolar dengan 10 real, sedangkan bank lain menjual 3 dolar dengan 11 real. Transaksi seperti ini diperbolehkan selama tidak ada unsur pemerasan dan sesuai dengan keadaan masing-masing negara, sebab pemerasan adalah haram.

Pasar modal identik dengan sebuah tempat di mana modal diperdagangkan antara pihak yang memiliki kelebihan modal (investor) dengan orang yang membutuhkan modal (*issuer*) untuk mengembangkan investasi. Dalam Undang-Undang Pasar Modal No. 8 tahun 1995, pasar modal didefinisikan sebagai “kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan Efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek”.

Adapun pihak-pihak yang terlibat dalam pasar modal adalah:

1. Emiten
2. Perantara Emisi yang meliputi:
 - a. Penjamin Emisi
 - b. Akuntan Publik
 - c. Perusahaan Penilai

3. Badan Pelaksana Pasar Modal

4. Bursa Efek

5. Perantara Perdagangan Efek

Efek yang diperdagangkan dalam bursa hanya boleh ditransaksikan melalui perantara, yaitu makelar (broker) dan komisioner.

- a. Makelar adalah pihak yang melakukan pembelian dan penjualan efek untuk kepentingan orang lain dengan memperoleh imbalan.
- b. Komisioner adalah pihak yang melakukan pembelian dan penjualan efek untuk kepentingan sendiri atau orang lain dengan memperoleh imbalan.

6. Investor

Di dalam pasar modal proses perdagangan efek (saham dan obligasi) melalui tahapan pasar perdana kemudian pasar sekunder. Pasar perdana adalah penjualan perdana saham dan obligasi oleh emiten kepada para investor. Kedua pihak yang saling memerlukan ini tidak bertemu secara langsung dalam bursa, tetapi melalui pihak perantara. Dari penjualan saham dan efek di pasar perdana ini, pihak emiten memperoleh dana yang dibutuhkan untuk mengembangkan usahanya (Anoraga dan Pakarti, 2001). Sedangkan pasar sekunder adalah pasar yang terjadi sesaat atau setelah pasar perdana. Maksudnya setelah saham dan obligasi yang dibeli investor dari emiten, maka investor tersebut menjual kembali saham dan obligasi kepada investor lainnya, baik dengan tujuan mengambil untung dari kenaikan harga

(*capital gain*) maupun untuk menghindari kerugian (*capital loss*). Perdagangan di pasar sekunder inilah yang secara reguler terjadi di bursa efek setiap harinya.

Perbedaan Pasar Modal Syariah dengan Konvensional

Ada dua hal utama dalam pasar modal syariah yaitu indeks Islam dan pasar modal syariah itu sendiri. Indeks Islam menunjukkan pergerakan harga-harga saham dari emiten yang dikategorikan sesuai syariah, sedangkan pasar modal syariah merupakan institusi pasar modal sebagaimana lazimnya yang diterapkan berdasarkan “prinsip-prinsip syariah.”

a. Indeks Saham Konvensional dan Indeks Saham Islam

Indeks Islam tidak hanya dapat dikeluarkan oleh pasar modal syariah saja tetapi juga oleh pasar modal konvensional. Bahkan sebelum berdirinya institusi pasar modal syariah di suatu negeri, bursa efek setempat yang tentu saja berbasis konvensional terlebih dahulu mengeluarkan indeks Islam. Di Bursa Efek Jakarta misalnya, PT Bursa Efek Jakarta (BEJ) bekerja sama dengan PT Danareksa Investment Management (DIM) meluncurkan Jakarta Islamic Index (JII) sebelum pasar modal syariah sendiri diresmikan.

Perbedaan mendasar antara indeks konvensional dengan indeks Islam adalah indeks konvensional memasukkan seluruh saham yang tercatat di bursa dengan mengabaikan aspek halal haram, yang penting saham emiten yang terdaftar (*listing*) sudah sesuai aturan yang berlaku (*legal*). Akibatnya bukanlah

suatu persoalan jika ada emiten yang menjual sahamnya di bursa bergerak di sektor usaha yang bertentangan dengan Islam atau yang memiliki sifat merusak kehidupan masyarakat. Misalnya pada awal tahun 2003 yang lalu, di Australia ada rumah bordir (pelacuran) yang masuk ke bursa efek setempat.

Pada Bursa Efek Jakarta (BEJ), menurut Karim (2002) dari 333 emiten yang tercatat 236 saham di antaranya tergolong sesuai syariah. Sedangkan sisanya 59 saham tergolong “haram” atau tidak sesuai dengan prinsip syariah, seperti saham perbankan, minuman keras dan rokok. Sisanya 34 saham tergolong *subhat* seperti saham industri perhotelan dan empat saham mudharat.

Dari uraian di atas dapat ditarik garis pemisah antara indeks Islam dan indeks konvensional. Pertama, jika indeks Islam dikeluarkan oleh suatu institusi yang bernaung dalam pasar modal konvensional, maka perhitungan indeks tersebut berdasarkan kepada saham-saham yang digolongkan memenuhi kriteria-kriteria syariah sedangkan indeks konvensional memasukkan semua saham yang terdaftar dalam bursa efek tersebut. Kedua, jika indeks Islam dikeluarkan oleh institusi pasar modal syaria’ah, maka indeks tersebut didasarkan pada seluruh saham yang terdaftar di dalam pasar modal syariah yang sebelumnya sudah diseleksi oleh pengelola.

b. Instrumen

Dalam pasar modal konvensional instrumen yang diperdagangkan adalah surat-surat berharga (*securities*) seperti saham,

obligasi, dan instrumen turunannya (*derivatif*) opsi, right, waran, dan reksa dana.

Saham merupakan surat tanda penyertaan atau kepemilikan seseorang atau badan terhadap perusahaan yang menerbitkan saham tersebut, sedangkan obligasi merupakan bukti pengakuan utang dari perusahaan kepada para pemegang obligasi yang bersangkutan (Anoraga dan Pakarti, 2001).

Opsi merupakan produk turunan (*derivatif*) dari efek (saham dan obligasi). Opsi sebagai produk efek yang akan memberikan hak kepada pemegangnya (pembeli) untuk membeli atau menjual sejumlah tertentu dari aset finansial tertentu, pada harga tertentu, dan dalam jangka waktu tertentu (Anoraga dan Pakarti, 2001).

Adapun right adalah efek yang memberikan hak kepada pemegang saham lama untuk membeli saham baru yang akan dikeluarkan emiten pada proporsi dan harga tertentu (Anoraga dan Pakarti, 2001).

Waran merupakan turunan dari saham biasa yang bersifat jangka panjang dan memberikan hak kepada para pemegangnya untuk membeli saham atas nama dengan harga tertentu (Anoraga dan Pakarti, 2001).

Sedangkan reksa dana (*mutual fund*) adalah perusahaan investasi yang mengelola investasi saham, obligasi, dan lain-lainnya, dengan menerbitkan surat berharga tersendiri yang ditujukan kepada para investor, sehingga para investor tersebut tidak perlu lagi melakukan investasi langsung terhadap berbagai surat berharga yang diperdagangkan di bursa efek tetapi cukup membeli surat berharga yang

diterbitkan reksa dana tersebut (Anoraga dan Pakarti, 2001).

Dalam pasar modal syariah, instrumen yang diperdagangkan adalah saham, obligasi syariah dan reksa dana syariah, sedangkan opsi, waran dan right tidak termasuk instrumen yang dibolehkan.

Adapun yang dimaksud saham dalam pasar modal syariah sama dengan saham dalam pasar modal konvensional. Hanya bedanya saham yang diperdagangkan dalam pasar modal syariah harus datang dari emiten yang memenuhi kriteria-kriteria syariah sebagaimana yang disebutkan dalam pembahasan indeks Islam.

Sementara obligasi syariah berbeda dengan obligasi konvensional. Obligasi konvensional merupakan suatu jenis produk keuangan yang tidak dibenarkan dalam Islam karena menggunakan bunga sebagai daya tariknya. Menurut Muhammad al-Amin, instrumen obligasi syariah dapat diterbitkan dengan menggunakan prinsip *mudharabah*, *musyarakah*, *ijarah*, *istisna'*, *salam*, dan *murabahah* sehingga dari prinsip ini nama obligasi syariah tergantung pada prinsip yang mana yang digunakan emiten (Al-Bashir, 2001).

Di Indonesia penerbitan obligasi syariah ini dipelapori oleh Indosat dengan menerbitkan *Obligasi Syariah Mudharabah* Indosat senilai Rp 100 milyar pada Oktober 2002 yang lalu. Obligasi ini mengalami oversubscribed dua kali lipat sehingga Indosat menambah jumlah obligasi yang ditawarkan menjadi Rp 175 milyar. Langkah Indosat ini diikuti Bank Muamalat dan Bank Syariah Mandiri (BSM) pada tahun ini.

Dalam konsep Obligasi *Syariah Mudharabah*, emiten menerbitkan surat berharga jangka panjang untuk ditawarkan kepada para investor dan berkewajiban membayar pendapatan berupa bagi hasil atau *margin fee* serta pokok utang obligasi pada waktu jatuh tempo kepada para pemegang obligasi tersebut. Dalam hal ini pihak emiten berfungsi sebagai *mudharib* sedangkan investor pemegang obligasi sebagai *shahibul mal*. Sementara emiten yang menerbitkan *obligasi syariah* harus memenuhi persyaratan seperti persyaratan emiten yang masuk dalam kriteria indeks Islam.

Instrumen ketiga yang diperdagangkan dalam pasar modal syariah adalah 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 para investor yang berminat, sementara dana yang diperoleh dari investor tersebut dikelola oleh manajer investasi untuk ditanamkan dalam saham atau obligasi syariah yang dinilai menguntungkan.

c. Mekanisme transaksi

Dalam konteks pasar modal syariah, menurut Alhabshi, idealnya pasar modal syariah itu tidak mengandung transaksi *ribawi*, transaksi yang meragukan (*gharar*), dan saham perusahaan yang bergerak pada bidang yang diharamkan. Pasar modal syariah harus bebas dari transaksi yang tidak beretika dan amoral, seperti manipulasi pasar, transaksi yang memanfaatkan orang dalam (*insider trading*), menjual saham yang

belum dimiliki dan membelinya belakangan (*short selling*). Sementara itu Obaidullah mengemukakan etika di pasar modal syariah, yaitu setiap orang bebas melakukan akad (*freedom contract*) selama masih sesuai syariah, bersih dari unsur riba (*freedom from al-riba*), *gharar* (*excessive uncertainty*), *al-qimar*/judi (*gambling*), *al-maysir* (*unearned income*), manipulasi dan kontrol harga (*price control and manipulation*), *darar* (*detriment*) dan tidak merugikan kepentingan publik (*unrestricted public interest*), juga harga terbentuk secara fair (*entitlement to transact at fair price*) dan terdapat informasi yang akurat, cukup dan apa adanya (*entitlement to equal, adequate, and accurate information*) (Obaidullah, 2001).

Irfan Syauqi menjelaskan perihal spekulasi ini, pertama, spekulasi hakikatnya bukanlah kegiatan investasi, kedua, spekulasi menyebabkan peningkatan pendapatan bagi sekelompok masyarakat tanpa memberikan kontribusi apapun baik yang bersifat positif maupun produktif, ketiga, spekulasi merupakan sumber penyebab krisis keuangan, dan keempat, spekulasi datang dari mental “ingin cepat kaya”.

Dalam mekanisme transaksi produk pasar modal syariah, Irfan Syauqi mengemukakan wacana bahwa transaksi 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 mempermainkan harga. Akibatnya perubahan harga saham

ditentukan oleh kekuatan pasar bukan karena nilai intrinsik saham itu sendiri. Menurut Irfan Syauqi hal ini dilarang dalam Islam. Untuk itu dalam proses perdagangan saham, 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/dibeli karena sahamnya memang tersedia dan berdasarkan prinsip *first come - first served*.

Dalam perdagangan obligasi syariah, menurut Muhammad Gunawan tidak boleh diterapkan harga diskon atau harga premium yang lazim dilakukan pada obligasi konvensional. Prinsip transaksi obligasi syariah adalah al-hawalah (*transfer service* atau pengalihan piutang dengan tanggungan bagi hasil), sehingga jual beli obligasi syariah hanya boleh pada harga nominal pelunasan jatuh tempo obligasi.

Sedangkan untuk perdagangan Reksa Dana Syariah, manajer investasi menawarkan kepada pembeli Reksa Dana Syariah yang bersifat jangka pendek di pasar uang dan Reksa Dana Syariah jangka panjang di pasar saham. Misalnya Danareksa Syariah mengalokasikan 80% investasinya di saham dan 20% di pasar uang atau surat utang. Keuntungan yang diperoleh investor dalam Reksa Dana Syariah ini sangat bergantung pada bagaimana manajer investasi menginvestasikan dana yang dikelolanya.

Pasar Modal Syariah dari Sisi Syari'at Islam

Untuk menilai pasar modal syariah, adalah sangat penting bagi kita menelaah

institusi (badan usaha) yang bernama perseroan terbatas (PT) karena perseroan terbataslah yang menerbitkan saham dan sebagai emiten mencatatkannya di bursa efek untuk diperdagangkan, juga saham merupakan instrumen yang paling utama diperdagangkan dalam pasar modal.

Meskipun dalam konsep pasar modal syariah disebutkan bahwa saham yang diperdagangkan harus berasal dari perusahaan yang bergerak dalam sektor yang memenuhi kriteria syariah dan terbebas dari unsur riba, serta transaksi saham dilakukan dengan menghindari berbagai praktik spekulasi, hal itu tetap tidak membedakan pasar modal syariah dengan pasar modal konvensional secara menyeluruh.

Bagaimana kegiatan bisnis dilakukan dan bagaimana bentuk perseroan adalah dua masalah yang berbeda. Sepakat bahwa suatu badan usaha harus bergerak pada sektor-sektor dan mekanisme transaksi yang dibolehkan syariat Islam. Hanya saja kita tidak sepakat dengan bentuk badan usaha berupa perseroan terbatas, apalagi permasalahan ini tidak disentuh dalam perkembangan wacana pasar modal syariah karena memang instrumen utama yang diperdagangkan di pasar modal syariah adalah saham sedangkan penerbitan saham itu sendiri merupakan metode manajemen suatu perseroan terbatas untuk memperoleh pendanaan atas kegiatan usahanya.

a. Syarat perseroan (*syirkah*) dalam Islam

Perseroan (*syirkah*) dari segi bahasa memiliki makna penggabungan dua bagian atau lebih

sehingga tidak bisa dibedakan lagi satu bagian dengan bagian yang lain. Sedangkan menurut syara', an-Nabhani mengungkapkan bahwa perseroan adalah transaksi antara dua orang atau lebih yang bersepakat untuk melakukan kerja yang bersifat finansial dengan tujuan mencari keuntungan (An-Nabhani, 2000).

Transaksi perseroan tersebut mengharuskan adanya *ijab* dan *qabul* sebagaimana yang dilakukan dalam transaksi lainnya di mana salah satu di antara mereka mengajak yang lain untuk mengadakan kerjasama dalam suatu masalah, sehingga kesepakatan tersebut belum cukup hanya dengan kesepakatan untuk melakukan perseroan saja atau memberikan modal untuk perseroan saja, tetapi harus mengandung makna bekerjasama dalam suatu urusan (An-Nabhani, 2000).

Dalam Islam perseroan yang dibolehkan dapat diklasifikasikan menjadi lima jenis, yaitu perseroan *inan*, *abdan*, *mudharabah*, *wujub*, dan *mufawadhah*.

b. Tanggung jawab terbatas dalam perseroan terbatas

Sementara itu kebatilan perseroan terbatas dalam ekonomi konvensional terletak pada tanggung jawab terbatas. Jika perusahaan rugi atau bangkrut para kreditur dan pemilik hak lainnya tidak dapat menuntut para persero perusahaan sedikitpun, berapapun kewajiban perusahaan terhadap mereka. Mereka hanya bisa menuntut atas haknya sebatas aset perusahaan yang tersisa. Dengan demikian sistem perseroan ini merupakan suatu perlindungan sistematis bagi para pemilik modal dan pengelola perusahaan.

Sistem perseroan dengan tanggung jawab terbatas bertentangan dengan hukum syara' yang menuntut ditunaikannya seluruh kewajiban mereka terhadap pihak lain di dunia ini, sebagaimana hadits Nabi Muhammad SAW yang diriwayatkan oleh Imam Bukhari dari Abu Hurairah:

“Siapa saja yang mengambil harta orang dan bermaksud untuk melunasinya, maka Allah akan menolongnya untuk melunasinya. Dan siapa saja yang mengambil harta orang dan bermaksud merusaknya, maka Allah akan merusak orang itu.”

Juga dalam hadits yang lain:

“Sungguh hak-hak itu pasti akan ditunaikan kepada para pemiliknya pada hari kiamat nanti, hingga seekor domba betina tak bertanduk akan mendapat kesempatan membalas karena pernah ditanduk oleh domba betina bertanduk.” (HR. Imam Ahmad dari Abu Hurairah).

“Perbuatan orang kaya menunda-nunda pembayaran utangnya adalah suatu kezhaliman.” (HR. Imam Bukhari dari Abu Hurairah).

“...sebaik-baik orang di antara kalian, adalah yang paling baik dalam penunaian hak (pembayaran utang, dan lain-lain).” (HR. Imam Bukhari).

c. Perseroan terbatas tidak memenuhi syarat perseroan dalam Islam

Kebatilan perseroan terbatas yang lain adalah bahwa pihak-pihak yang ikut serta dalam perseroan terbatas meleburkan dirinya dengan jalan pembagian komposisi kepemilikan saham oleh para pendiri pada saat perseroan terbatas tersebut pertama kali didirikan, kemudian pihak yang datang belakangan dengan jalan membeli saham yang dijual manajemen perseroan terbatas pada saat IPO atau di pasar perdana, dan pihak yang membeli saham dari pihak lain di pasar sekunder. Dengan demikian di dalam perseroan terbatas tidak terdapat dua pihak atau lebih yang melakukan akad serta *ijab* dan *qabul* tetapi yang ada berupa pembelian

saham oleh siapa saja sebagai kehendak pribadinya yang bersifat sepihak. Artinya untuk menjadi rekanan/patner bagi seseorang dalam suatu perseroan terbatas maka cukup baginya dengan membeli saham perseroan terbatas tersebut (An-Nabhani, 2000).

Jelaslah kebatilan dalam perseroan terbatas tersebut karena tidak memenuhi adanya akad serta *ijab* dan *qabul* yang disyaratkan dalam Islam. Mereka yang ikut serta dalam perseroan terbatas hanyalah rekanan dalam modal (*syarikul mal*) saja (An-Nabhani, 2000). Masalah perseroan terbatas inilah yang terlewatkan dalam pembahasan konsep dan aplikasi pasar modal syariah.

d. Perdagangan saham bertentangan dengan *syara'*.

Karena perseroan terbatas merupakan suatu bentuk perseroan yang batil, maka saham yang diterbitkan perseroan terbatas dengan tujuan menambah modal dan diperdagangkan dalam pasar modal menjadi batil pula.

Adapun pembahasan pembelian saham di pasar modal syariah harus dilakukan dengan tujuan berinvestasi bukan berspekulasi – artinya seseorang atau suatu badan usaha yang membeli saham berniat melakukan investasi jangka panjang – di mana fokus keuntungan yang ingin dia peroleh hanya dari pembagian deviden dan keikutsertaannya dalam perseroan terbatas dengan hak suara yang dimilikinya, maka itupun tidak menghilangkan kebatilan dalam pasar modal syariah. Karena apa yang dia lakukan dengan membeli saham tersebut sehingga berdasarkan hukum yang berlaku di negara yang bersangkutan dia memiliki

hak milik terhadap suatu perseroan terbatas atau sebagai bagian dari orang yang turut andil dalam perseroan terbatas, namun tidak memenuhi syarat sah seseorang yang bergabung dalam suatu perseroan menurut hukum *syara'*.

Apalagi dalam prakteknya jual beli saham di pasar modal *syari'ah* sekalipun sangat sulit untuk menghindarkan dari kegiatan spekulasi, maksudnya sesuatu hal yang sulit untuk dicapai jika semua transaksi dalam pasar modal syariah didasarkan pada investasi jangka panjang. Karena perdagangan reguler yang dominan dalam pasar modal syariah bukan di pasar perdana tetapi di pasar sekunder. Di pasar sekunder inilah sangat terbuka bagi setiap pihak untuk ambil untung dengan melakukan transaksi jangka pendek dan di sinilah biasanya terjadi spekulasi.

Seandainya seluruh perdagangan saham baik di pasar *primer* maupun di pasar *sekunder* dilakukan atas dasar investasi maka kecepatan transaksi dan nilai kapitalisasi saham yang diperdagangkan akan sangat jauh berbeda dengan apa yang terjadi di pasar modal konvensional selama ini. Dengan asumsi ini maka dalam kacamata ekonomi sekarang pasar modal yang seperti itu tidak akan menarik minat banyak orang. Karena perdagangan saham terjadi dengan sangat lambat. Para investor yang ingin masuk dalam suatu perseroan harus menunggu suatu perseroan terbatas yang diminatinya menjual sahamnya di pasar perdana. Kemudian di pasar sekunder para investor harus menunggu dengan lama pihak pemegang saham suatu perseroan terbatas melepaskan sahamnya di lantai bursa.

Permasalahan muncul lagi dari emiten yang sahamnya diperdagangkan di pasar modal syariah. Meskipun pengelola pasar modal syariah sudah membersihkan emiten mana saja yang berhak masuk dalam pasar modal syariah melalui seleksi ketat. Akan tetapi ada satu yang bolong dari proses seleksi tersebut, yakni pembatasan suatu emiten tidak boleh terlibat transaksi dan utang piutang *ribawi* dalam batas-batas maksimal tertentu. Biasanya batasan aset yang mengandung riba adalah 30% dari total aset emiten. Muncul pertanyaan apakah terjamin aset suatu emiten yang mengandung unsur riba tidak lebih dari 30%.

Di sini permasalahannya bukan pada berapa persentasi unsur *ribawi*, sebab sedikit atau banyak yang namanya riba tetap haram. Dengan demikian saham yang diterbitkan dan diperdagangkan dari suatu emiten yang terlibat unsur *ribawi* menjadi haram. Sebab terjadi percampuran antara modal yang halal dengan modal yang haram, sehingga tidak bisa dipilah-pilah lagi mana modal murni dengan bunganya (An-Nabhani, 2000). Saat ini di Indonesia dan di belahan dunia lainnya, sangat sulit untuk menemukan suatu perseroan terbatas yang terbebas dari unsur-unsur *ribawi*.

KESIMPULAN

Dari paparan dan analisis di atas, dapat disimpulkan bahwa perbedaan pasar modal syariah dengan pasar modal konvensional dapat dilihat pada instrumen dan mekanisme transaksinya. Sedangkan perbedaan indeks saham Islam dengan indeks saham konvensional terletak pada kriteria saham emiten yang harus

memenuhi prinsip-prinsip syariah. Penerbitan indeks saham Islam ini dapat dilakukan oleh pasar modal syariah dan pasar modal konvensional.

Hanya saja secara menyeluruh konsep pasar modal syariah dengan pasar modal konvensional tidak jauh berbeda. Karena instrumen utama yang diperdagangkan dalam pasar modal syariah dan pasar modal konvensional adalah saham. Meskipun dalam pasar modal syariah emiten yang sahamnya diperdagangkan harus bergerak pada sektor yang tidak bertentangan dengan Islam, tetapi hal tersebut tidak membedakan zat dan sifat saham dalam pasar modal konvensional.

Selanjutnya mengenai penilaian terhadap konsep pasar modal syariah itu sendiri, yakni yang berkaitan dengan saham sebagai instrumen utama di dalam pasar modal syariah, maka syara' tidak membolehkan perdagangan saham. Begitu pula menerbitkan saham dengan tujuan menambah permodalan perusahaan, membeli saham dengan tujuan investasi dan memperdagangkannya untuk mengambil keuntungan (*capital gain*) dari selisih harga (*margin*) merupakan kegiatan batil dalam Islam.

a. Interpretasi Penelitian

1. Suatu perusahaan yang memerlukan modal harus bergerak pada sektor yang tidak bertentangan dengan Islam dan tidak terkait dengan riba.
2. Untuk melakukan investasi pada suatu perusahaan, seorang investor muslim harus memilih perusahaan-perusahaan yang bentuknya memenuhi kriteria

Islam seperti *syirkah inan*, *abdan*, *mudharabah*, *wujub* dan *mufawadhah*. Memang bentuk-bentuk syirkah Islam tersebut kurang dikenal dalam masyarakat dan peraturannya di Indonesia belum ada. Karena itu pasar modal syariah harus mengembangkan dan mensosialisasikan bentuk-bentuk syirkah Islam ke masyarakat, serta bersama masyarakat mendesak pemerintah mengeluarkan peraturan yang mengayomi syirkah Islam, bukannya merubah sebagian konsep pasar modal konvensional saja sehingga kesan yang didapat pada pasar modal syariah selama ini adalah labelisasi Islam pada lembaga perekonomian kapitalis yang telah eksis.

3. Sarana-sarana investasi yang dikembangkan dalam pasar modal syariah haruslah yang telah memenuhi kriteria Islam dan mengikuti/disesuaikan dengan bentuk-bentuk syirkah Islam, sehingga nantinya tidak terdapat keraguan sedikitpun pada pasar modal syariah.

Dengan mengembangkan pola di atas, diharapkan pasar modal syariah benar-benar merupakan tempat pertemuan antara orang-orang yang membutuhkan modal dengan para investor yang ingin menanamkan modalnya di sektor produktif, sehingga kedua-duanya dapat melakukan kerja sama ataupun sama-sama meleburkan diri dalam suatu *syirkah* Islam dalam mengelola dan mengembangkan harta.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdurrahman, 1963. *Majmu' Fatawa Taqiyuddin Ibn Aimiyyah*. Riyadh: Maktabah al Riyadh.
- Anoraga, Pandji dan Piji Pakarti. 2001. *Pengantar Pasar Modal*. Jakarta: Rineka Cipta, 2001.
- Antonio, Syafei. 1999. *Bank Syariah Suatu Pengenalan Umum*. Jakarta: Tazkia Institute dan BI.
- Al-Adnani, Muhammad. 1984. *Mu'jam al Aghlat al Lugawiyah al Mu'ashirah*. Beirut: Maktabah Libanon.
- Al-Baklabaki, Munir. 1984. *Al Mawrid A Modern English-Arabic Dictionar*. Beirut: Dar al Ilmi Li al Malayin.
- An-Nabhani, Taqiyuddin. 1996. *Membangun Sistem Ekonomi Alternatif Perspektif Islam*. Surabaya: Risalah Gusti.
- An-Nabhani, Taqiyuddin. 2000. *Membangun Sistem Ekonomi Alternatif; Perspektif Islam (An-Nidlam Al-Iqtishadi Fil Islam)*. Surabaya: Risalah Gusti.
- Karim, Adiwirwan. 2002. *Sejarah Pemikiran Ekonomi Islam*. Jakarta: The International Institute of Islamic Thought (IIIT).
- Ma'luf, Louis. 1986. *Al Munjid fi al Lugah wa al a'lam*. Beirut: Maktabah Al Syarqiyah.
- Obaidullah, Muhammad. 2001. Ethics and Efficiency in Islamic Stock Markets, *International Journal of Islamic Financial Services*, 3 (2) 3-6.