

## AKAD MUAMALAH DI PASAR MODAL SYARIAH

**Ali Amin Isfandiar**

Jurusan Syariah dan Ekonomi Islam  
Jl. Kusuma Bangsa No.9 Pekalongan

**Abstract:** Shifting paradigm on capital market from conventional to shariah one supports to change the instrument usage. Because of prohibited status on debt trading (obligation or sukuk), interest instrument which has been used in capital market should be modified. Therefore *'uqd muamalah* is chosen and implemented to legalize debt contract on capital market. *Ijarah* and *mudharabah* has been implemented to shariah capital market. Beside both, it uses *'uqd murabahah* as contract instrument. Up to now, National Shariah Board (Dewan Syariah Nasional) was issued two fatawas on both of the first namely Fatwa DSN No.33/DSN-MUI/IX/2002 on shariah obligation based on *mudharabah* contract and Fatwa DSN No.41/DSN-MUI/III/2004 on shariah obligation on *ijarah* contract, beside the other fatwa on shariah obligation itself, Fatwa DSN No.32/DSN-MUI/IX/2002 deals with the shariah obligation. By fatawas, legalization of shariah obligation was actually guaranteed as to be implemented on shariah capital market and it can be seen to product variation published by financial institution.

**Kata Kunci :** sukuk; shariah obligation; capital market; shariah capital market

### Pendahuluan

Dalam Islam, investasi merupakan kegiatan muamalah yang sangat dianjurkan, karena dengan berinvestasi harta yang dimiliki menjadi produktif dan mendatangkan manfaat bagi pihak lain. Investasi menurut definisinya adalah menanamkan atau menempatkan aset, baik berupa harta maupun dana pada sesuatu yang diharapkan akan memberikan hasil pendapatan atau akan meningkatkan nilainya di masa mendatang. Sedangkan investasi keuangan menurut syariah dapat berkaitan dengan kegiatan perdagangan atau kegiatan usaha, di mana kegiatan usaha dapat berbentuk usaha yang berkaitan dengan suatu produk atau aset maupun usaha jasa (Abdurrachman: 1991, 569).

Untuk mengimplementasikan ajuran investasi tersebut, maka harus diciptakan suatu sarana untuk berinvestasi. Banyak pilihan untuk menanamkan modal dalam bentuk investasi. Salah satu bentuk investasi adalah menanamkan dana pada suatu surat berharga yang diharapkan akan meningkatkan nilainya di masa mendatang melalui pasar modal. Pasar modal pada dasarnya merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan atau surat-surat berharga jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk utang maupun modal sendiri (Darmadji dan Fakhruddin, 2001: 1)

Dilihat dari sisi syariah, pasar modal adalah salah satu sarana atau produk muamalah. Transaksi di pasar modal, menurut prinsip hukum syariah tidak dilarang atau dibolehkan sepanjang tidak terdapat transaksi yang bertentangan dengan ketentuan yang telah digariskan oleh syariah. Salah satu bentuk perubahan terhadap kebolehan pasar modal syariah adalah penggunaan akad muamalah menggantikan bunga sebagai instrumen dalam bertransaksi. Akad dipertegas untuk mengatur status perjanjian (kontrak) antara penerbit (emiten) dengan investor serta manajer keuangan dalam mengelola investasi yang diafiliasikan di pasar modal yang berkaitan pula dengan *risk and return* yang mungkin terjadi pada proses investasi.

Salah satu bentuk investasi pada pasar modal syariah adalah membeli sekuritas syariah. Sekuritas syariah mencakup saham syariah, obligasi syariah (*sukuk*), dan reksadana syariah. Investasi dengan kepemilikan sekuritas syariah dapat dilakukan di pasar modal syariah, baik secara langsung pada saat penawaran perdana, maupun melalui transaksi perdagangan pasar sekunder di bursa.

Makalah ini berusaha mengkaji lebih jauh tentang ketiga instrumen yang menjadi bagian dari pembahasan pasar modal syariah. Kajian difokuskan pada perbandingan ketiga instrumen di pasar modal konvensional, kemudian dilanjutkan dengan model akad yang digunakan pada ketiga instrumen tersebut. Pembahasan diawali dengan tinjauan umum tentang pasar modal dan secara berurutan diuraikan tentang ketiga instrumen pasar modal syariah berikut akad muamalah yang digunakan. Makalah diakhiri dengan kesimpulan dari sub-sub bab sebelumnya.

## **Pasar Modal Syariah**

Pasar modal (*capital market*), secara teoritis, didefinisikan sebagai perdagangan instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang, baik dalam bentuk modal sendiri (*stocks*) maupun hutang (*bonds*), baik yang diterbitkan oleh pemerintah (*public authorities*) maupun oleh perusahaan swasta (*private sector*). Dengan demikian pasar modal merupakan konsep yang lebih sempit dari pasar keuangan (*financial market*). Dalam *financial market*, diperdagangkan semua bentuk hutang dan modal sendiri, baik dana jangka pendek maupun jangka panjang baik yang bersifat *negotiable* maupun yang *non negotiable* (Usman, dkk., 1997, 11). Catatan penting dari definisi di atas secara umum bahwa pasar modal merupakan pasar, baik dalam pengertian yang abstrak maupun dalam pengertian konkrit. Dalam pengertian abstrak, pasar modal adalah perdagangan surat berharga (*bonds dan stock*).

Pengertian serupa bahwa pasar modal dalam arti sempit adalah suatu tempat yang terorganisasi di mana efek-efek diperdagangkan (yang dikenal dengan bursa efek). Pasar modal juga sama seperti pasar pada umumnya, yaitu tempat bertemunya antara penjual dan pembeli (Rivai, dkk., 2007: 927). Menurut Scott, pasar modal adalah pasar untuk jangka panjang di mana saham biasa, saham preferen, dan obligasi diperdagangkan. Sementara menurut Christopher Pass dan Bryan Lower, pasar modal adalah suatu tempat melakukan pembelian dan penjualan obligasi dan saham perusahaan serta obligasi pemerintah (Rivai, dkk., 2007: 927). Dengan demikian, pengertian pasar modal adalah transaksi yang dilakukan melalui mekanisme *Over The Counter* (OTC).

Menurut Undang-undang Pasar Modal (UUPM) No. 8 tahun 1995 pasal 1 butir 13, pasar modal adalah kegiatan yang berkaitan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Sedangkan efek, menurut UUPM pasal 1 butir 5, adalah surat berharga yang diterbitkan oleh perusahaan, misalnya surat pengakuan utang, surat berharga komersial (*commercial paper*), saham, obligasi, tanda bukti utang, bukti *right* (*right issue*), unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak kegiatan berjangka atas efek, dan setiap turunan (*derivative*) dari efek, seperti *option*, *warrant*, dan bukti *right*.

Banyak istilah yang digunakan dalam pemberian arti mengenai pasar modal. Untuk istilah pasar sendiri digunakan beberapa istilah, seperti bursa, *exchange*, dan *market*. Sementara untuk istilah modal sering digunakan istilah seperti efek, *securities*, *stock*. Pasar modal di Indonesia menggunakan istilah bursa efek, seperti Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES), yang sekarang bergabung menjadi Bursa Efek Indonesia (BEI).

Bursa efek adalah lembaga atau perusahaan yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek dari pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek di antara mereka. Produk yang diperdagangkan di pasar modal adalah surat bukti kepemilikan terhadap perusahaan (saham), surat bukti penyertaan utang perusahaan (obligasi) dan derivatif dari kedua jenis produk tersebut, seperti *right*, *warrant*, dan *option*. Sementara itu, *emiten* adalah pihak (perusahaan) yang melakukan penawaran umum, sedangkan penawaran umum adalah kegiatan yang dilakukan emiten untuk menjual efek kepada masyarakat, berdasarkan tata cara yang diatur oleh undang-undang dan peraturan pelaksanaannya. Kegiatan ini lebih populer disebut dengan *go public*.

Produk yang diperjualbelikan di pasar modal merupakan hak (kepemilikan) perusahaan dan surat pernyataan utang perusahaan. Pembeli modal di pasar modal adalah individu atau organisasi atau lembaga yang bersedia menyetorkan kelebihan dananya untuk melakukan kegiatan investasi di pasar modal. Kegiatan investasi di pasar modal adalah membeli produk (instrumen) yang diperdagangkan di pasar modal, seperti saham dan obligasi dengan harapan memperoleh pendapatan pada masa yang akan datang. Sementara itu, penjual modal adalah perusahaan yang memerlukan modal atau tambahan modal untuk keperluan usahanya.

Pasar modal memiliki beberapa fungsi strategis yang membuat lembaga ini memiliki daya tarik, terutama sekali bagi pihak-pihak yang bertransaksi yaitu pihak yang memerlukan dana (*borrowers*) dan pihak yang meminjamkan dana (*lenders*), termasuk pemerintah sekalipun (Usman, 1997: 13-15). Fungsi inti dari pasar modal adalah sebagai sumber penghimpunan dana (*funding*), selain sistem perbankan yang selama ini dikenal sebagai media penghimpun dana secara konvensional. Sebagai salah satu lembaga *funding* (meskipun masih kalah pamor dengan perbankan), pasar modal sebenarnya memiliki tingkat kontrol dan antisipasi internal yang cukup efektif, karena pada umumnya perusahaan memiliki batas-batas tertentu untuk menggunakan dana pinjaman (utang), terutama kalau perbandingan antara utang dan modal sendiri (*debt to equity ratio*) telah mencapai tingkat di atas batas toleransi kesehatan finansial perusahaan. Dalam keadaan seperti ini, perusahaan terpaksa menahan diri untuk melakukan perluasan usaha kecuali perusahaan tersebut bisa memperoleh dana alternatif dalam bentuk modal sendiri (*equity*). Sehingga dengan pasar modal, perusahaan dapat menerbitkan surat berharga (sekuritas), baik surat tanda hutang (obligasi atau *bonds*) maupun surat tanda kepemilikan (saham). Dengan memanfaatkan sumber dana dari pasar modal tersebut, perusahaan dapat terhindar dari kondisi *debt to equity ratio* yang terlalu tinggi.

Fungsi pasar modal berikutnya adalah sebagai alternatif investasi para pemodal. Alasannya adalah bank akan menjadi satu-satunya lembaga investasi yang dianggap paling menguntungkan dan berisiko minim, padahal kecerdasan investor dalam menghimpun informasi pasar lebih menguntungkan investor untuk mendapatkan keuntungan yang lebih besar. Pasar modal juga cenderung lebih fleksibel dalam memindahkan modalnya dari satu perusahaan ke perusahaan lain sesuai dengan keuntungan yang diharapkan seperti dividen atau *capital gain*.

Biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan dalam penghimpunan dana di pasar modal cenderung kecil jika diperoleh melalui penjualan saham dari pada meminjam ke bank.

Ilustrasi berikut menggambarkan keadaan tersebut. Bank menawarkan deposito dengan tingkat bunga 15%, artinya biaya penghimpunan dana bagi bank adalah 15% per tahun. Seandainya bank tersebut menjual dana tersebut dalam bentuk kredit dengan tingkat bunga 21% per tahun, maka *spread* suku bunga sebesar 6% (21%-15%). Sedangkan biaya-biaya yang ditanggung perusahaan dalam rangka proses emisi (meliputi biaya konsultasi keuangan, penjamin, wali amanat khusus emisi obligasi, biaya administrasi di Bapepam, akuntan publik, notaris, konsultan hukum dan jasa penilai lain) hanya sekitar 3,5% yang ditanggung untuk waktu selama usia sekuritas (Usman, 1997: 16-17).

Sementara dalam tinjauan Islam, pasar modal merupakan salah satu sarana atau produk muamalah. Transaksi di pasar modal, menurut prinsip hukum syariah tidak dilarang atau dibolehkan sepanjang tidak terdapat transaksi yang bertentangan dengan ketentuan yang telah digariskan oleh syariah. Pasar modal syariah adalah pasar modal yang dijalankan dengan konsep syariaah, di mana setiap perdagangan surat berharga mentaati ketentuan transaksi sesuai dengan basis syariah (Briefcase Book, , 2005: 21).

Salah satu bentuk investasi pada pasar modal syariah adalah membeli sekuritas syariah. Sekuritas syariah mencakup saham syariah, obligasi syariah (*sukuk*), reksadana syariah dan surat berharga lainnya yang sesuai dengan prinsip syariah. Investasi dengan pemilikan sekuritas syariah dapat dilakukan di pasar modal syariah, baik secara langsung pada saat penawaran perdana, maupun melalui transaksi perdagangan sekunder di bursa.

Dalam UUPM tidak membedakan apakah kegiatan pasar modal tersebut dilakukan dengan prinsip-prinsip syariah atau tidak. Dengan demikian, berdasarkan UUPM tersebut kegiatan pasar modal di Indonesia dapat dilakukan sesuai dengan prinsip-prinsip syariah dan dapat pula dilakukan tidak sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Di Indonesia, perkembangan instrumen syariah di pasar modal sudah terjadi sejak tahun 1997. Diawali dengan lahirnya reksadana syariah yang diprakarsai dana reksa. Selanjutnya, PT. Bursa Efek Jakarta (BEJ) bersama dengan PT. Dana Reksa *Investment Management* (DIM) meluncurkan *Jakarta Islamic Index* (JII) yang mencakup 30 jenis saham dari emiten-emiten yang kegiatan usahanya memenuhi tentang hukum syariah. Penentuan kriteria dari komponen JII tersebut disusun berdasarkan persetujuan dari Dewan Pengawas Syariah DIM.

Ruang lingkup kegiatan usaha emiten yang bertentangan dengan prinsip hukum syariah Islam adalah (1) usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atas perdagangan yang dilarang, (2) usaha lembaga keuangan konvensional (*ribawi*) termasuk perbankan dan asuransi konvensional, (3) usaha yang memproduksi, mendistribusi serta

memperdagangkan makanan dan minuman yang tergolong haram, dan (4) usaha yang memproduksi, mendistribusi serta menyediakan barang-barang atau pun jasa yang merusak moral dan bersifat madarat.

Prinsip pasar modal syariah tentunya berbeda dengan pasar modal konvensional, sejumlah instrumen syariah di pasar modal sudah diperkenalkan kepada masyarakat, misalkan saham syariah, obligasi syariah dan reksadana syariah. Pasar modal syariah pun sudah diluncurkan pada tanggal 14 Maret 2003. Meskipun ketika diluncurkan banyak kalangan yang meragukan, karena akan terjadi dikotomi dengan pasar modal yang ada. Anggapan tersebut dijamin oleh Bapepam yang menyanggah bahwa justru pasar modal syariah akan menjadi alternatif baru di lantai bursa.

Dalam kerangka kegiaian pasar modal syariah, ada beberapa lembaga yang secara langsung terlibat dalam kegiatan penganwasan dan perdagangan. Khusus untuk kegiatan pengawasan akan dilakukan secara bersama oleh Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) dan Dewan Syariah Nasional (DSN). Dalam hal ini, DSN berfungsi sebagai pusat referensi atas semua aspek syariah yang ada dalam kegaitan pasar modal syariah. DSN bertugas memberikan fatwa-fatwa sehubungan dengan kegiatan emisi, perdagangan, pengelolaan portofolio efek-efek syariah dan kegiatan lain yang berkaitan dengan efek syariah. DSN berwenang penuh untuk memberikan keputusan tentang berhak tidaknya sebuah efek menyangand label syariah, sekaligus berwenang dalam mengawasi kegiatannya.

Dalam perkembangannya kemudian Bapepam LK pada bulan November 2006 mengeluarkan Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan Nomor Kep. 130/BI/2006 tentang Penerbitan Efek Syariah yang dituangkan dalam Peraturan Nomor IX.A.13 yang berisi antara lain tentang ketentuan-ketentuan untuk menerbitkan efek syariah. Sebelumnya juga telah dikeluarkannya Fatwa DSN No. 40/DSN-MUI/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal, yang berisi antara lain tentang kriteria efek syariah.

Berkaitan dengan pasar modal syariah, berikut diuraikan tentang instrumen pasar modal syariah, yaitu saham syariah, obligasi syariah dan investasi melalui reksadana syariah. Dua yang pertama merupakan instrumen pasar modal, sedangkan yang disebut terakhir adalah salah satu bentuk lembaga investasi, yang ketiganya sekarang mempunyai prospek yang menjanjikan dalam pengembangan pasar modal syariah di Indonesia. Ketiganya akan disoroti dari beberapa sudut pandang berbagai, utamanya akad yang digunakan dalam ketiganya.

## 1. Saham Syariah

Saham adalah jenis surat berharga yang bersifat kepemilikan (Usman, dkk.,:1997, 101). Ia merupakan surat bukti kepemilikan atas sebuah perusahaan yang melakukan penawaran umum (*go public*) dalam nominal atau pun persentase tertentu. Ia juga didefinisikan sebagai tanda penyertaan atau kepemilikan seseorang atau badan hukum dalam suatu perusahaan (Huda dan Nasution: 2007, 60). Dalam literatur fikih, saham diambil dari istilah *musabamah*, yang berasal dari kata *sahm* (*stock*) yang berarti saling memberikan saham atau bagian (Dahlan (ed): 1996, 1224). Sebagian modal perusahaan yang diperjualbelikan kepada masyarakat dengan ketentuan bahwa imbalan yang diberikan kepada pemilik modal sesuai dengan persentase modal masing-masing dalam suatu perusahaan dan dibayarkan pada waktu yang telah ditentukan. Adapun wujud saham adalah selembar kertas yang menerangkan bahwa pemilik kertas tersebut merupakan pemilik perusahaan yang menerbitkan kertas tersebut. Dengan demikian, bila seseorang membeli saham, ia akan menerima kertas yang menjelaskan bahwa ia memiliki perusahaan penerbit saham tersebut.

Lebih lanjut dalam literatur fikih, tidak dijumpai pembahasan mengenai saham atau bursa saham. Masalah ini baru muncul belakangan dan dijumpai dalam literatur fikih kontemporer dalam pembahasan *syirkah* (perserikatan dagang atau perkongsian) yang kemudian dikenal dengan istilah *syirkah al-asham* (perserikatan saham atau modal) (Rivai, dkk., 2007: 927; Huda dan Nasution: 2007, 60). Dalam akad ini tujuan dari pemilik atau pembeli saham adalah menerima pengembalian sesuai dengan persentase modalnya apabila perusahaan yang menerbitkan saham tersebut mengalami keuntungan. Sebaliknya jika perusahaan mengalami kerugian, pemilik saham pun ikut serta menanggung kerugian tersebut sesuai dengan persentase modalnya. Oleh sebab itu, *musabamah* oleh ahli fikih kontemporer diklasifikasikan sebagai salah satu bentuk *syirkah* (perserikatan dagang atau perkongsian) yang sifatnya bagi penanam modal adalah untuk mengharapkan keuntungan, sedangkan bagi pengelola atau pemilik perusahaan dimaksudkan untuk mengembangkan usaha.

*Syirkah musabamah* identik dengan bentuk Perseroan Terbatas (PT) meskipun keberadaannya diperdebatkan. Taqiyuddin al-Nabhani berpendapat bahwa perseroan terbatas adalah bentuk *sirkah* yang batil (tidak sah), karena bertentangan dengan hukum *syirkah* dalam Islam. Kebatilannya antara lain karena PT tidak terdapat ijab dan kabul sebagaimana dalam akad *syirkah*. Dalam PT yang ada hanyalah transaksi sepihak dari para

investor yang menyertakan modalnya dengan cara membeli saham dari perusahaan atau pihak lain di pasar modal, tanpa ada perundingan atau negosiasi apapun baik dengan pihak perusahaan maupun pesero (investor) lainnya (Ridwan: 1996). Sementara Samir sendiri berpandangan dengan mengkritik dua belah pihak yang membolehkan dan mengharamkan secara mutlak. Terhadap yang membolehkan secara mutlak, ia mengkritik bahwa pendapat tersebut mengalpakan ketidakmampuan manusia dalam memprediksi apapun di masa mendatang. Sehingga dengan sendirinya hak salah satu pihak dalam perserikatan atas keuntungan tertentu dari harta syirkah adalah bertentangan dengan hukum yang diistinbatkan dalam ayat terakhir dari surat Luqman. Terhadap yang mengharamkan secara mutlak, bahwa syirkah jenis ini tidak memenuhi syarat-syarat semisal akad, ijab dan kabul, ia mengkritik bahwa pandangan tersebut keliru, justru syirkah sebagai institusi dan mekanisme kesepakatan yang terjadi antara pemilik modal dan pihak *broker* pada dasarnya telah mewakili unsur ijab dan kabul tersebut (Ridwan: 1996).

Pandangan tentang ini juga dijelaskan oleh fiqh modern berargumentasi bahwa sekuritas saham dipandang sebagai penyertaan dalam *mudharabah partnership* yang merefleksikan kepemilikan perusahaan (*owner of the enterprise*), bukan saham partnership pribadi (*personal partnership interest*). Kepemilikan perusahaan ini kemudian disamakan dengan kepemilikan terhadap aset perusahaan. Setelah membuat asosiasi ini, perdagangan saham dapat dilakukan bukan sebagai model patungan usaha (*'aqd al-syirkah*) tetapi sebagai bentuk *syirkah al-milk* (atau kepemilikan bersama atas aset perusahaan (*undivided co-ownership of the company assets*). Konstruksi ini menguntungkan karena *co-owners* dapat menjual sahamnya pada pihak ketiga tanpa memerlukan persetujuan *co-owners* lainnya, atau melalui likuidasi terlebih dahulu (Ahsin: 2003, 61).

Hal yang diperdebatkan berikutnya adalah keabsahan tentang jual beli saham. Terhadap hal ini ada dua pandangan berseberangan yang dapat diurai berikut. Para ahli fikih yang tidak membolehkan berargumentasi : (1) saham dipahami sebagaimana obligasi, di mana saham juga merupakan utang perusahaan terhadap para investor yang harus dikembalikan, karena itu memperjualbelikannya juga sama hukumnya dengan jual beli utang yang dilarang syariah; (2) banyaknya praktek jual beli *najasy* di bursa efek; (3) para investor pembeli saham keluar dan masuk tanpa diketahui oleh seluruh pemegang saham; (4) harga saham yang diberlakukan ditentukan senilai dengan ketentuan perusahaan, yaitu pada saat penerbitan dan tidak mencerminkan modal awal pada waktu pendirian; (5) harta atau modal perusahaan penerbit saham tercampur dan mengandung unsur haram sehingga menjadi



haram semuanya; (6) transaksi jual beli saham dianggap batal secara hukum, karena dalam transaksi tersebut tidak mengimplementasikan prinsip pertukaran (*sharf*), jual beli saham adalah pertukaran uang dan barang, maka prinsip saling menyerahkan (*taqabudh*) dan persamaan nilai (*tamatsul*) harus terpenuhi. Dikatakan kedua prinsip tersebut tidak terpenuhi dalam transaksi jual beli saham; (7) ada unsur ketidakadilan (*jahalab*) dalam jual beli saham dikarenakan pembeli tidak mengetahui secara persis spesifikasi barang yang akan dibeli yang tereflesikan dalam lembaran saham. Sedangkan salah satu syarat sahnya jual beli adalah diketahuinya barang (*ma'lum al-mabi'*); dan (8) nilai saham pada setiap tahunnya tidak bisa ditetapkan pada satu harga tertentu, harga saham selalu berubah-ubah mengikuti kondisi pasar bursa saham, untuk itu saham tidak dapat dikatakan sebagai pembayaran nilai pada saat pendirian perusahaan (Satrio: 2005; Huda dan Nasution: 2007, 65-66).

Sementara ahli fikih yang membolehkan jual beli saham berargumentasi bahwa saham sesuai dengan terminologi yang melekat padanya, maka saham yang dimiliki oleh seseorang menunjukkan sebuah bukti kepemilikan atas perusahaan tertentu yang berbentuk aset, sehingga saham merupakan cerminan kepemilikan atas aset tertentu. Logika tersebut dijadikan dasar pemikiran bahwa saham dapat diperjualbelikan sebagaimana layaknya barang. Para ahli fikih kontemporer yang merekomendasikan tentang kebolehan tersebut adalah Abu Zahrah, Abdurrahman Hasan dan Abdul Wahab Khallaf (Huda dan Nasution: 2007, 65-66). Hal yang menyulitkan pemantauan adalah perdagangan saham di pasar sekunder yang memungkinkan lahirnya para spekulan yang gemar melakukan *margin trading*, yang biasanya hanya melakukan aksi ambil untung dari perbedaan harga yang beredar dalam jangka pendek. Inilah inti yang dilarang oleh ahli fikih dalam jual beli saham, karena spekulan akan kontra dengan *true investor* yang tidak hanya mementingkan *margin trading*, tetapi mementingkan investasi jangka panjang, memperkuat likuiditas perusahaan untuk memperoleh modal baru dan keuntungan serta terikat dengan aspek normatif (Huda dan Nasution: 2007, 61-62).

Pendapat terakhir tentang kebolehan jual beli di Indonesia dikuatkan dengan terbitnya Fatwa DSN No.05/DSN-MUI/IV/2000 tentang Jual Beli Saham dan dikeluarkannya Fatwa DSN No. 40/DSN-MUI/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Pasar Modal memberikan kejelasan ketetapan hukum bahwa jual beli saham dibolehkan. Intinya adalah bahwa saham merupakan instrumen perserikatan (*wasilah li syirkah*) yang dimiliki seseorang atau badan hukum yang membuktikan kepemilikan bersama atas perusahaan. Sehingga bukti kepemilikan tersebut

merupakan hak milik penuh seseorang atau badan hukum, oleh karenanya ia berhak menjualbelikan dan instrumen tersebut juga dapat diperjualbelikan, sebagai sarana alih serikat kepemilikan atas perusahaan.

## 2. Obligasi Syariah

Obligasi (*bonds*) adalah surat berharga yang bersifat hutang (Usman, dkk., 1997, 101). Ia berasal dari bahasa latin *obligare* yang berarti ikatan kewajiban. Obligasi merupakan istilah yang dipergunakan dalam dunia keuangan yang merupakan sertifikat yang berisi kontrak antara investor dan perusahaan, yang menyatakan bahwa investor tersebut (pemegang obligasi) telah meminjamkan uang kepada perusahaan. Perusahaan yang menerbitkan tersebut mempunyai kewajiban untuk membayar bunga secara reguler sesuai dengan jangka waktu yang telah ditetapkan serta pokok pinjaman saat jatuh tempo. Besarnya persentase pembayaran didasarkan atas nilai nominalnya atau disebut pembayaran kupon (*coupon*). Kupon merupakan penghasilan bunga obligasi yang didasarkan atas nilai nominal yang dilakukan berdasarkan perjanjian, biasanya setiap tahun atau setiap semester atau triwulan. Penentuan tingkat kupon obligasi biasanya ditentukan berdasarkan tingkat suku bunga. Setelah obligasi memasuki jatuh tempo (*maturity*), pemilik obligasi akan menerima pokok pinjaman dan satu kali pembayaran kupon (Panduan Investasi di Pasar Modal Indonesia: 2003, 13; Widjaya & Jono, : 2006, 47-48; Huda dan Nasution: 2007, 83; Rivai, dkk.,:2007, 972-973).

Dari pengertian di atas dapat diketahui bahwa obligasi adalah surat utang yang dikeluarkan oleh *emiten* (bisa berupa badan hukum atau perusahaan, bisa juga pemerintah) yang memerlukan dana untuk kebutuhan operasional maupun ekspansi dalam memajukan investasi yang mereka laksanakan. Investasi dengan cara menerbitkan obligasi memiliki potensi keuntungan lebih besar dari pada produk perbankan. Keuntungan berinvestasi dengan cara menerbitkan obligasi akan memperoleh bunga dan kemungkinan adanya *capital gain* (Huda dan Nasution: 2007, 60).

Secara umum dapat juga diartikan obligasi adalah surat utang jangka panjang yang diterbitkan oleh suatu lembaga, dengan nilai nominal dan waktu jatuh tempo tertentu. Penerbit obligasi bisa perusahaan swasta, BUMN atau pemerintah, baik pemerintah pusat maupun daerah. Salah satu jenis obligasi yang diperdagangkan di pasar modal adalah obligasi kupon (*coupon bond*) dengan tingkat bunga tetap (*fixed*) selama masa berlaku obligasi.

Ketentuan lain yang dicantumkan dalam obligasi adalah identitas pemegang obligasi, pembatasan-pembatasan atas tindakan hukum yang dilakukan oleh penerbit. Obligasi pada umumnya diterbitkan untuk suatu jangka waktu tetap di atas 10 tahun. Surat utang berjangka waktu 1 hingga 10 tahun disebut “surat utang”. Di Indonesia, surat utang berjangka waktu 1 hingga 10 tahun yang diterbitkan oleh pemerintah, disebut dengan Surat Utang Negara (SUN).

Sebagai suatu efek, obligasi dapat diperdagangkan di pasar modal. Ada dua jenis pasar obligasi, yakni *pertama* pasar perdana, yaitu pasar yang merupakan tempat obligasi diperdagangkan saat mulai diterbitkan. Salah satu persyaratan ketentuan pasar modal adalah obligasi harus dicatat di bursa efek untuk ditawarkan kepada masyarakat. *Kedua* pasar sekunder, yaitu tempat obligasi diperdagangkan setelah diterbitkan dan tercatat di bursa, perdagangan akan dilakukan secara *Over the Counter* (OTC), artinya tidak ada tempat perdagangan secara fisik. Pemegang obligasi serta pihak yang ingin membelinya akan berinteraksi dengan *online trading* atau telepon (*Panduan Investasi di Pasar Modal Indonesia: 2003, 30*).

Dari sudut syariah, di Indonesia, telah terbit pengakuan legalitas syariah dari Dewan Syariah Nasional (DSN) tentang status obligasi, yaitu (1) Fatwa DSN No.32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah; (2) Fatwa DSN No.33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah Mudharabah; dan (3) Fatwa DSN No.41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syariah Ijarah. Fatwa-fatwa tersebut mengabsahkan kehalalan obligasi di pasar modal syariah.

Obligasi Syariah sama dengan sebutan istilah *sukuk*. Di beberapa negara, disebutkan dengan istilah *Islami bonds*. Sukuk adalah salah satu bentuk terobosan baru dalam dunia keuangan syariah, di mana *sukuk* merupakan bentuk pendanaan dan sekaligus investasi. Meskipun istilah *sukuk* adalah istilah yang memiliki akar sejarah yang panjang, namun inilah salah satu bentuk produk yang paling inovatif dalam pengembangan sistem keuangan syariah kontemporer.

Obligasi syariah dikeluarkan sebagai alternatif pengganti obligasi konvensional yang menggunakan instrumen bunga (*interest-bearing bonds*) sebagai keuntungan yang didapatkan. Pada awalnya, penggunaan istilah “obligasi syariah” sendiri dianggap kontradiktif, karena obligasi sudah identik dengan bunga. Obligasi sudah menjadi kata yang tak lepas dari bunga sehingga tidak mungkin untuk disyariahkan.

Dalam fatwa DSN No.32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah, DSN menggunakan istilah “obligasi syariah” bukan istilah “sukuk”, yang didefinisikan suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

Hal yang menarik adalah kemungkinan perdagangan obligasi syariah di pasar sekunder. Pada dasarnya perdagangan obligasi di pasar sekunder mengemuka kepentingannya karena tujuan likuiditas (*al-suyulab*). Idealnya, hampir semua obligasi syariah dibeli untuk investasi jangka panjang, sampai jatuh tempo (*maturity*). Perdagangan tetap terjadi, tetapi pada jatuh tempo dengan harga pada *par*, sama dengan nominal yang tertera pada sertifikat obligasi (*shabdah al-dayn*).

Kalaupun terjadi jual beli tidak pada saat jatuh tempo. Maka kontrak yang dilakukan adalah *bay' al-dayn* (jual beli utang), yang menurut jumhur ulama fikih berdasarkan HR Daruquthni dihukumi haram, karena jual beli hutang dipandang sebagai transaksi ribawi. Pendapat ini diterima luas oleh beberapa kalangan sehingga peluang untuk pasar sekunder obligasi syariah menjadi sangat kecil, meskipun Malaysia melakukan sebaliknya dengan menerbitkan *Islamic debt certificates (shabdah al-dayn)* melalui sekuritisasi aset berdasarkan akad *murabahah bi tsaman ajil*, dengan alasan bahwa surat utang tersebut merupakan klaim atas aset yang dijamin (*underlying assets*), padahal obligasi syariah dikeluarkan pada saat *initial public offering* (IPO) di pasar perdana Iggi H. Achsien: 2003, 70).

Di Indonesia, dengan fatwa DSN No.33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah Mudharabah dan fatwa DSN No.41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syariah Ijarah, maka yang diperbolehkan hanya obligasi yang menggunakan akad mudharabah dan ijarah. Didefinisikan bahwa Obligasi Syariah Mudharabah adalah obligasi syariah yang berdasarkan akad mudharabah dengan memperhatikan substansi fatwa DSN No. 07/DSN-MUI/2000 tentang Pembiayaan Mudharabah, sedangkan Obligasi Syariah Ijarah adalah obligasi syariah berdasarkan akad ijarah dengan memperhatikan substansi fatwa DSN No. 09/DSN-MUI/2000 tentang Pembiayaan Ijarah. Meskipun terdapat akad lain yang bisa diterapkan seperti murabahah. Perbandingan akad dan keuntungan yang diperoleh sesuai dengan definisi bahwa emiten harus membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah baik berupa bagi hasil, margin atau fee. Bagi hasil identik dengan akad mudharabah, *fee* identik dengan akad ijarah, sedangkan *margin* identik dengan akad murabahah. Tetapi

untuk yang terakhir belum ada mekanisme yang mengatur baik dari otoritas pasar modal maupun Dewan Syariah Nasional tentang penggunaan akad murabahah dalam produk obligasi syariah. Dari segi kepastian keuntungan yang didapat pun berbeda, obligasi syariah mudarabah cenderung menggunakan term *indicative/expected return* yang bersifat *floating* dan tergantung pada kinerja pendapatan yang dibagihasilkan, sedangkan obligasi syariah ijarah cenderung *fixed return* tergantung nilai sewa yang dibayarkan oleh emiten obligasi syariah.

### 3. Reksadana Syariah

Produk-produk keuangan baru terus dikembangkan untuk menarik dana dari masyarakat. Salah satu produk yang sedang berkembang saat ini di Indonesia adalah reksadana. Reksadana adalah suatu wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi (UU. No 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal). Beberapa literatur mengelaborasi dengan uraian yang hampir sama bahwa reksadana adalah bentuk investasi kolektif yang memungkinkan bagi investor yang memiliki tujuan investasi sejenis untuk mengumpulkan dana agar dapat diinvestasikan dalam bentuk portofolio yang dikelola oleh manajer investasi (Iggi H. Achsien: 2003,73). Dengan kata lain reksadana merupakan perusahaan yang menanamkan modalnya dalam berbagai portofolio saham beragam (*diversified portfolio*). Seorang investor yang melakukan investasi melalui reksadana berarti ia telah melakukan diversifikasi investasi yang dapat menaikkan *expected return* dan meminimalkan risiko (Usman: 1997, 201). Reksadana merupakan jalan keluar bagi para pemodal kecil yang ingin ikut serta dalam pasar modal. Investor akan mendapati ‘telor’ investasinya tersebar dalam beberapa ‘keranjang’ yang berbeda, sehingga risikonya tersebar, seperti ungkapan Jank Clark Francis *not putting all the egg of investment in one basket or spreading the risk* (Francis, 1991, 228).

Reksadana diyakini memiliki andil yang amat besar dalam perekonomian nasional karena dapat memobilisasi dana. Disisi lain, reksadana memberikan keuntungan kepada masyarakat berupa keamanan dan keuntungan peningkatan kesejahteraan material. Namun bagi umat Islam, produk-produk tersebut perlu dicermati, karena dikembangkan dari jasa keuangan konvensional yang menafikan ajaran agama, selain juga masih mengandung hal-hal yang tidak sejalan dengan ajaran Islam: misalnya investasi reksadana pada produk-produk yang diharamkan dalam Islam.

Reksadana Syariah pada dasarnya adalah modifikasi reksadana konvensional agar sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Reksadana Syariah merupakan wadah yang

dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal sebagai pemilik dana (*shabul mal*) untuk selanjutnya diinvestasikan dalam Portofolio Efek oleh Manajer Investasi sebagai wakil *shahibul mal* menurut ketentuan dan prinsip syariah Islam. Oleh karena itu prinsip akad yang digunakan adalah akad mudarabah (Irak) atau qirad (Hijaz).

Pedoman bagi masyarakat muslim untuk berinvestasi pada produk reksadana sudah diberikan melalui fatwa DSN No. 20/ DSN-MUI/2000 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksa Dana Syariah. Namun sayangnya produk investasi syariah yang lebih menguntungkan dari produk tabungan atau deposito perbankan syariah ini kurang tersosialisasi dengan baik.

Dalam operasional antara pemodal dengan manajer investasi dalam reksadana syariah menggunakan model akad *wakalah*, di mana pemilik dana (investor) yang menginginkan investasi halal mengamanahkan dananya kepada Manajer Investasi. Kegiatan keuangan, reksadana syariah akan terikat dalam *aqad mudharabah* sebagai *Mudharib* yang mengelola dana milik bersama dari para investor. Sebagai bukti penyertaan investor akan mendapat unit penyertaan (saham) dari reksadana syariah. Dana kumpulan reksadana syariah akan ditempatkan kembali ke dalam kegiatan Emiten (perusahaan lain) melalui pembelian efek syariah. Dalam hal ini reksadana syariah berperan sebagai *Mudharib* dan Emiten berperan sebagai *Mudharib*. Oleh karena itu hubungan seperti ini bisa disebut sebagai ikatan *Mudharabah Bertingkat*.

Pembeda reksadana syariah dan reksadana konvensional adalah reksadana syariah memiliki kebijaksanaan investasi yang berbasis instrumen investasi pada portfolio yang dikategorikan halal. Dikatakan halal, jika perusahaan yang menerbitkan instrumen investasi tersebut tidak melakukan usaha yang bertentangan dengan prinsip-prinsip Islam. Tidak melakukan riba atau membungakan uang. Saham, obligasi dan sekuritas lainnya yang dikeluarkan bukan perusahaan yang usahanya berhubungan dengan produksi atau penjualan minuman keras, produk mengandung babi, bisnis hiburan berbau maksiat, perjudian, pornografi, dan sebagainya. Disamping itu, dalam pengelolaan dana reksadana ini tidak mengizinkan penggunaan strategi investasi yang menjurus ke arah spekulasi.

Selanjutnya, hasil keuntungan investasi tersebut dibagikan di antara para investor dan manajer investasi sesuai dengan proporsi modal yang dimiliki. Produk investasi ini bisa menjadi alternatif yang baik untuk menggantikan produk perbankan yang pada saat ini dirasakan memberikan hasil yang relatif kecil bagi para investor.

Reksadana syariah memang sangat sesuai untuk investasi jangka panjang seperti persiapan menunaikan ibadah haji atau biaya sekolah anak di masa depan. Saat ini pilihannya pun semakin banyak. Saat ini secara kumulatif terdapat 11 reksadana syariah, dan jumlahnya terus akan bertambah ([www. Bapepam.go.id](http://www.Bapepam.go.id)) telah ditawarkan kepada masyarakat. Jumlah itu meningkat sebesar 233,33 persen jika dibandingkan dengan tahun 2003 yang hanya terdapat tiga reksadana syariah.

Di Indonesia, sebelas reksadana syariah telah ditawarkan kepada masyarakat terkategori pada reksadana pendapatan tetap dan reksadana campuran. Reksadana pendapatan tetap adalah reksadana yang sebagian besar komposisi portofolio-nya di efek berpendapatan relatif tetap seperti; Obligasi Syariah, SWBI, CD Mudharabah, Sertifikat Investasi Mudharabah antar bank serta efek-efek sejenis. Yang termasuk reksadana syariah jenis ini antara lain; BNI Dana Syariah (sejak tahun 2004), Dompot Dhuafa-BTS Syariah (2004), PNM Amanah Syariah (2004), Big Dana Syariah (2004) dan I-Hajj Syariah Fund (2005). Tahun lalu reksadana pendapatan tetap bisa memberikan keuntungan sekitar 13-14 persen.

Sedangkan reksadana campuran merupakan reksadana yang sebagian besar komposisi portofolio ditempatkan di efek yang bersifat ekuitas seperti saham syariah (JII) yang memberikan keuntungan relatif lebih tinggi. Termasuk dalam reksadana ini adalah: Reksadana PNM Syariah (sejak tahun 2000), Danareksa Syariah Berimbang (2000), Batasa Syariah (2003), BNI Dana Plus Syariah (2004), AAA Syariah Fund (2004) dan BSM Investa Berimbang (2004). Rata-rata keuntungan yang bisa dibukakan investor pada reksadana ini tahun lalu sekitar 23 persen. Dari pengamatan rutin yang dilakukan terlihat Nilai Aktiva Bersih (NAB) per unit-nya seluruh reksadana syariah terus merangkak naik, pertanda kinerjanya baik.

Setidaknya ada beberapa keuntungan yang bisa didapatkan dengan berinvestasi pada reksadana syariah, antara lain; investasi sesuai kesanggupan (terjangkau), bukan objek pajak (bebas pajak), perkembangan dapat dipantau secara harian melalui media (termasuk beberapa koran), hasil relatif lebih tinggi (dibanding deposito), mudah dijangkau (ada yang bisa dengan ATM dan Phoneplus), yang terpenting juga diawasi oleh Dewan Pengawas Syariah (DPS) dan akan diaudit secara rutin.

Modal untuk memulai investasi pada produk ini bisa bervariasi ada yang minimal Rp 5 juta seperti BSM Investa Berimbang, atau Rp 1 juta untuk BNI Dana Syariah, bahkan ada yang hanya Rp 250 ribu. Untuk pemesanannya pun relatif mudah tinggal mendatangi

kantornya masing-masing. Untuk BNI Dana Syariah dan BSM Investa Berimbang tinggal mendatangi Kantor Cabang BNI Syariah dan BSM yang sudah relatif tersebar.

Keputusan investor untuk menjatuhkan pilihannya terhadap reksadana perlu berhati-hati. Meneliti produk sebelum membeli, jangan membeli produk tanpa terlebih dahulu membaca prospektus, atau lebih parah lagi, membeli reksadana yang sama sekali tidak memiliki prospektus. Sebagai produk investasi reksadana syariah bukanlah sesuatu yang *imun* (kebal) dari risiko kerugian. Investasi syariah tetap saja mengandung resiko kerugian ketika dikelola seorang manajer investasi. Hal ini bisa kita buktikan dengan pembubaran reksadana Rifan Syariah oleh Bapepam akhir tahun 2004 karena Nilai Aset Bersih (NAB) atau *Net Asset Value* (NAV)-nya telah menjadi Rp 0,- akibat ketidakberhasilan mengelola dana investasi. Beberapa yang penting untuk dipertimbangkan lagi adalah kapasitas dan kemampuan Manajer Investasi untuk mengelola dana, hal ini bisa dilihat dari kinerja yang berjalan selama ini. Di samping itu, dibutuhkan pula pertimbangan tentang biaya-biaya yang dibebankan seperti; biaya pembelian dan biaya penjualan kembali, imbalan jasa Manajer Investasi dan imbalan jasa Kustodian.

## **Penutup**

Rangkaian pembahasan dari sub-sub bab sebelumnya ditutup dengan beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Tantangan global yang diindikasikan dengan krisis keuangan global memaksa untuk mencari pilihan alternatif sistem keuangan
2. Sistem keuangan syariah hadir diyakini memberikan nuansa yang berbeda dengan memberikan alternatif model transaksi yang tidak berbasis bunga, tetapi dengan penggunaan akad muamalah dalam mempertegas ikatan hukum (perjanjian atau kontrak) para pelaku terkait dengan transaksi keuangan.
3. Salah satu hasilnya adalah *shifting paradigm*, yaitu lahirnya pasar modal syariah dengan mengadopsi akad muamalah sebagai instrumen kontrak. Tiga produk yang menggunakan akad muamalah antara lain saham syariah, obligasi syariah dan reksadana syariah.
4. Saham syariah berbasis akad musyarakah (antara emiten dan investor), obligasi syariah berbasis ijarah (*fee*) dan mudharabah (bagi hasil), dan reksadana syariah berbasis akad mudharabah (antara investor dengan manajer keuangan).



## Daftar Pustaka

- Abdurrachman, A., *Ensiklopedia Ekonomi, Keuangan dan Perdagangan*, Jakarta: Pradnya Paramita, 1991.
- Achsien, Iggi H., *Investasi Syariah di Pasar Modal : Menggagas Konsep dan Praktek Manajemen Portofolio Syariah*, Jakarta : Gramedia Pustaka Utama, 2003.
- Anonim, *Panduan Investasi di Pasar Modal Indonesia*, Jakarta: Bapepam dan Japan International Cooperation Agency, 2003.
- Briefcase Book, *Edukasi Profesional Syariah tentang Investasi Halal di Reksa Dana Syariah*, Jakarta: Renaisan, 2005.
- Dahlan, Abdul Aziz (ed.), *Ensiklopedi Hukum Islam*, Jakarta: Ichtiar Baru van Hoeve, 1996.
- Darmadji, Tjiptono dan Hendy M. Fakhruddin, *Pasar Modal di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab*, Jakarta: Salemba Empat, 2001.
- Francis, Jank Clark, *Investment: Analysis and Management*, New York: McGraw-Hill, 1991.
- Huda, Nurul dan Musthafa Edwin Nasution, *Investasi pada Pasar Modal Syariah*, Jakarta; Prenada Media, 2007.
- Jono, & Gunawan Widjaya, *Penerbitan Obligasi dan Peran Serta Tanggung Jawab Wali Amanat dalam Pasar Modal*, Jakarta : Prenada Media, 2006.
- Ridwan, Samir Abdul Hamid, *Aswaq al-Auraq al-Maliya wa Dauruhu fi Tamwil al-Tanmiyyah al-Iqtishadiyah: fi Dirasah Muqaranah baina Nidzam al-Wadh'i wa Abkam al-Syari'ah al-Islamiyyah* (Pasar Modal dan Peranannya dalam Perekonomian : Studi Komparatif antara Hukum Positif dan Hukum Syariah), Mesir : IIIT & Dar Nahar Mesir, 1996.
- Rivai, Veithzal, dkk., *Bank and Financial Institution Management*, Jakarta : RajaGrafindo Persada, 2007.
- Satrio, Saptono Budi, *Optimasi Portofolio Saham Syariah : Studi Kasus BEJ tahun 2002-2004*, Jakarta : PSKTTI-UI, 2005.
- Usman, Marzuki, dkk., *Pengetahuan Dasar Pasar Modal*, Jakarta : Institut Bankir Indonesia, 1997.
- UU No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal
- [www.bapepam.go.id](http://www.bapepam.go.id)