

1.a.2/c/4

ISSN : 0852-1035

Vol. XXXIX NO. 113 SEPTEMBER - NOPEMBER 2008



majalah ilmiah

# SULTAN AGUNG

*Bismillah membangun generasi khaira ummah.*

**Akne Vulgaris (Jerawat)**

*Muhtarom*

**Pemberian Konseling Tentang Anemia Membantu Meningkatkan Kadar Hemoglobin Ibu Hamil Dengan Anemia Studi Di Puskesmas II Sukoharjo Kabupaten Sukoharjo**

*Alfrida P. P. Nathania, Minidian Fasitasari*

**Atherosklerosis**

*H. Moch. Agus Suprijono*

**The Crisis of Global Financial Market and Syariah Indonesian Stock Exchange**

*Ibnu Khajar*

**Pengaruh Pemberian Air Rebusan Meniran (*Phyllanthm Niruri Linn*) Terhadap Gambaran Histopatologi Ginjal Tikus Wistar Yang Terinduksi CCL4**

*Utari, Eny Widayati, Chodidjah*

**Malmquist Productivity Index And Openness Variable In Malaysia Manufacturing Sector**

*Siti Sumiati*

**Biomekanika Pergerakan Gigi Pada Perawatan Orthodontik**

*Djoko Priyanto*

**Dampak Hambatan Proses Kemitraan Terhadap Kinerja Operasional Pada UKM Di Kota Semarang**

*Siyaminah*

**Pentingnya Perawatan Nifas**

*Is Susiloningtyas dan Endang Susilowati*

PENGELOLA MAJALAH ILMIAH SULTAN AGUNG  
ISSN : 0852 1035  
UNIVERSITAS ISLAM SULTAN AGUNG

PENASEHAT	: DR. Dr. Rofiq Anwar, Sp. PA	( Rektor )
PENANGGUNG JAWAB	: Ir. H. Sumirin, MS	( W. R. I )
KETUA DEWAN REDAKSI	: Prof. H. Ir. Pratikso, MST, PhD	
SEK. DEWAN REDAKSI	: Dedi Rusdi, SE, M.S, Akt	
ANGGOTA REDAKSI	: - dr. H. Muktasim Billah, Sp. S - Prof. DR. Hj. Sri Sumarwani, SH. M. Hum - Prof. DR. H. M. Ali Mansur, SH. CN, M. Hum - DR. Ir. Slamet Imam Wahyudi, DEA - DR. Ir. Antonius, MT - DR. Ibnu Khajar, SE, M. Si - DR. Ghofar Siddiq, M. Ag - DR. Sahid Sumarno, MS - DR. H. Abdullah Salim, MA - Ir. M. Haddin, MT - Drs. Amrizal Rustam, SU	
TATA USAHA	: 1. Agus Wahyu Hidayat, SH 2. Umi Hidayah Rahmawati, SH	

ALAMAT REDAKSI

UNIVERSITAS ISLAM SULTAN AGUNG ( UNISSULA )  
JL. KALIGAWA KM 4. PO. BOX. 1054 SEMARANG 50112  
TELP. ( 024 ) 6583584 ext. 209 FAX. ( 024 ) 6582455

Majalah Sultan Agung adalah majalah ilmiah yang diterbitkan oleh Unissula setiap tiga bulan sekali dengan maksud sebagai media informasi dan pengkajian masalah - masalah di berbagai ilmu. Redaksi mengundang para ilmuwan untuk bertukar pendapat secara bebas dan bertanggung jawab. Disamping itu kritik - kritik yang bersifat positif terhadap naskah - naskah yang ditampilkan adalah naskah baru yang bukan kutipan atau pernah ditampilkan dalam majalah lain.

## KATA PENGANTAR

*Assalamu'alaikum wr.wb.*

Krisis keuangan global yang awal mulanya terjadi di negara adi daya Amerika dengan cepat menjalar ke seluruh dunia termasuk pasar saham negara Indonesia, yaitu ditandai dengan anjloknya IHSG tidak terkecuali JII.

Banyak faktor yang menyebabkan jatuhnya pasar saham sehingga saham – saham yang terkategori sebagai saham syariah juga anjlok. Faktor tersebut antara lain faktor fundamentalis, kondisi ekonomi makro, psikologis investor dan praktek transaksi saham itu sendiri. Dua praktek transaksi saham yang disinyalir ikut memicu jatuhnya pasar saham adalah transaksi dengan fasilitas *short selling* dan *margin trading*.

Topik di atas diangkat dengan judul “ The Crisis Of Global Financial Market and Syariah Indonesian Stock Exchange”, disamping topik menarik lainnya.

Semoga majalah ini dapat memberikan manfaat dan menambah pengetahuan serta wawasan pembaca.

*Wassalamu'alaikum wr.wb.*

Redaksi

## DAFTAR ISI

1. Akne Vulgaris (Jerawat) <i>Muhtarom</i> .....	1
2. Pemberian Konselingtentang Tentang Anemia Membantu Meningkatkan Kadar Hemoglobin Ibu Hamil Dengan Anemia Studi Di Puskesmas II Sukoharjo Kabupaten Sukoharjo <i>Alfrida P. P. Nathania, Minidian Fasitasari</i> .....	11
3. Atherosklerosis <i>H. Moch. Agus Suprijono</i> .....	21
4. The Crisis of Global Financial Market and Syariah Indonesian Stock Exchange <i>Ibnu Khajar</i> .....	37
5. Pengaruh Pemberian Air Rebusan Meniran ( <i>Phyllanthm Niruri Linn</i> ) Terhadap Gambaran Histopatologi Ginjal Tikus Wistar Yang Terinduksi CCLA <i>Utari, Ery Widayati, Chodidjah</i> .....	69
6. Malmquist Productivity Index And Openness Variable In Malaysia Manufacturing Sector <i>Siti Sumiati</i> .....	77
7. Biomekanika Pergerakan Gigi Pada Perawatan Orthodontik <i>Djoko Priyanto</i> .....	93
8. Dampak Hambatan Proses Kemitraan Terhadap Kinerja Operasional Pada UKM Di Kota Semarang <i>Siyamtinah</i> .....	101
9. Pentingnya Perawatan Nifas <i>Is Susiloningtyas dan Endang Susilowati</i> .....	125

# THE CRISIS OF GLOBAL FINANCIAL MARKET AND SYARIAH INDONESIAN STOCK EXCHANGE

---

Oleh:

**Ibnu Khajar**

Dosen Fakultas Ekonomi

Universitas Islam Sultan Agung Semarang

## ABSTRAK

Krisis keuangan global yang dipicu oleh kredit perumahan di Amerika Serikat dengan cepat menyebar ke seluruh dunia termasuk pasar keuangan khususnya pasar saham di Indonesia. Ditandai dengan anjloknya Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan tidak terkecuali Jakarta Islamic Index (JII).

Banyak faktor yang mempengaruhi jatuhnya pasar saham, baik faktor fundamental, kondisi ekonomi makro, psikologis investor dan praktek transaksi saham itu sendiri. Dua jenis praktek transaksi yang disinyalir ikut memperpuruk pasar saham adalah *short selling* dan *margin trading*, yang jelas-jelas telah dilarang oleh pasar modal syariah jauh sebelum terjadi krisis, juga oleh pasar modal konvensional pada saat krisis.

**Kata kunci:** krisis keuangan global, pasar uang, *short selling*, *margin trading*.

## I. Pendahuluan

Pengrajin di Purworejo mengeluh karena permintaan akan hasil kerajinan mereka dari Amerika Serikat menurun, sehingga terpaksa merumahkan pegawai-pegawainya sampai periode waktu tak ditentukan. Pengrajin perak di Yogyakarta mengalami hal yang tidak jauh berbeda. Di Negara maju, Inggris misalnya, mengalami hal yang sama. David Salt sama sekali tak antusias mendengar penjelasan Perdana menteri Gordon Brown soal dana talangan 500 miliar pound sterling (sekitar Rp 8217 triliun) bagi bank-bank Inggris. Sebab pidato Brown sama sekali tak sanggup menolongnya. Tak sampai tiga jam setelah pengumuman itu, David harus menekan surat pemecatannya dan segera angkat kaki dari kantor Castle Clay, pabrik batu bata di Newcastle, Inggris. Kini setiap minggu pria 47 tahun itu menerima tunjangan 60.5 poun sterling sebagai pencari kerja (**Tempo, 20-26 Oktober 2008**). Raksasa portal internet Yahoo akan merumahkan ribuan karyawannya, seiring makin merosotnya kinerja Yahoo dan krisis keuangan global yang melanda dunia. Belum dapat dipastikan berapa jumlah karyawan Yahoo yang akan kena PHK (pemutusan hubungan kerja). *Wall Street Journal* yang dikutip kemungkinan Yahoo akan memangkas lebih dari 1000 karyawan. Spekulasi yang beredar, Yahoo akan PHK 3000 karyawan (**detik.com**). Perusahaan mobil BMW juga berencana untuk memutus hubungan kerja atau melakukan PHK terhadap ribuan karyawannya tahun depan, sebagai bagian dari rencana efisiensi perusahaan. Juru bicara perusahaan itu tak menyebutkan berapa jumlah pasti pekerja yang akan dipecat. Namun sebagian besar karyawan yang

terkena imbas adalah yang bekerja di perusahaan mobil ini di Jerman. Terutama bagi karyawan yang memiliki kontrak kerja jangka pendek (**detik.com**).

Pemerintahan di seluruh dunia ramai-ramai bagaimana dapat membendung dampak negative krisis. Banyak bank mengalami kesulitan likuiditas, sehingga pemerintah setempat berusaha mengamankan bank-bank tersebut dengan cara menyuntikkan dana segar, dana talangan (bill out) ke dalamnya, dengan maksud perbankan tetap dapat menjalankan fungsi intermediarynya, sehingga perekonomian tetap jala, kredit tetap disalurkan dan sector riil tetap hidup. Jumlah sangat besar mencapai trilyunan rupiah (lihat Tabel 1.1).

**Tabel 1.1**  
**DANA TALANGAN**

No	Negara	Dana Talangan (US \$)
1	Inggris	865 milyar
2	Amerika Serikat	700 milyar
3	Jerman	680 milyar
4	Irlandia	544 milyar
5	Prancis	492 milyar
6	Rusia	200 milyar
7	Norwegia	57 milyar
8	Uni Emirat Arab	33 milyar
9	Portugal	27 milyar

Sumber: Tempo, 20-26 Oktober 2008).

Beberapa peristiwa menyedihkan di atas merupakan respon atas terjadinya krisis keuangan global di Amerika. Krisis berawal dari problem yang timbul pada kredit perumahan. Kredit perumahan yang awalnya berjalan baik karena ditujukan kepada nasabah prima akhirnya meluas kepada nasabah-nasabah yang tidak prima (layak). Nasabah yang pernah dilanda kredit macet memperoleh kembali kredit baru. Selain itu, banyak kredit yang diberikan dengan uang muka sangat rendah, yaitu 5%, atau bahkan tanpa uang muka sama sekali. Akibat strategi yang kelewat agresif tersebut, bank arena nasabah tidak semuanya prima, bahkan banyak yang kambuhan kredit macet, maka pembayaran cicilan mulai seret. Keadaan ini menyebabkan bank mulai hati-hati menyalurkan kredit, sehingga penyaluran kredit perumahan turun. Akibat langsungnya permintaan perumahan turun, dan harga rumah mulai turun. Penurunan harga rumah menyebabkan nasabah kredit pemilikan rumah mulai berpikir ulang apakah akan meneruskan cicilan atau pergi saja alias ngempalng. Akhirnya kredit macet pun membesar. Jadilah problem kemacetan kredit subprime menggelinding bagai bola salju.

Dampak krisis juga telah melanda Negara Indonesia, IHSG terjun bebas dari hampir mendekati 3000, sekarang menyusut lebih dari 50%, nilai tukar rupiah melemah menembus Rp 10000. Kondisi ini diprediksi hanya permulaan awal krisis, jadi pemburuan perekonomian akan terus berlangsung. Pemerintah memang sudah pro aktif, diawali mensuspen bursa selama 3 hari, memerintahkan seluruh BUMN untuk buy-back saham-sahamnya, serta mengeluarkan peraturan baru 10% auto rejection. Di perbankan juga dikeluarkan Kepres terkait dana penjaminan nasabah, dari hanya 100 juta menjadi 2 milyar. Ada sebagian orang krisis ini hanya untuk orang-orang berduit dan kelompok

klas menengah ke atas. Pernyataan ini mungkin benar, tetapi yang perlu diingat dampak krisis pasti merembet ke sector riil, sehingga jangan heran penjual mie ayam keliling akan merasakan dampaknya karena harga bahan-bahan pembuat barang dagangannya naik, karena nilai dollar naik.

Banyak pihak menyangkan terlalu keberpihakan pemerintah pada pasar modal, pemerintah *all-out* melindungi pasar modal. Apa yang terjadi dengan pasar modal? Di dalam pasar modal ada dana yang tidak kecil, kapitalisasi pernah mencapai Rp 2000 trilyun. Jika pelakunya panic, saham dijual secara membabi buta dan uang dibelikan dollar, mereka juga me-rush bank, system keuangan bias kolaps, hal ini selanjutnya juga ke sektor riil, dan akhirnya resesi ekonomi, kalau sudah demikian maka seluruh rakyat Indonesia akan menderita. Usaha pemerintah membentengi pengaruh krisis global atas bursa efek belum menuai hasil. Bursa terus terpuruk, IHSG terus menyusut, bahkan ada yang memprediksi akan menyentuh angka 1000. Indonesia tidak sendirian, di seluruh dunia mengalami hal yang sama, seperti Dow Jones, Nasdaq, Nikkei, Hang Seng, Strait Time, Financial Times dsb.

Di BEI (Bursa Efek Indonesia) terdapat beberapa indek dan semua mengalami penurunan, tidak terkecuali JII (Jakarta Islamic Index) yaitu suatu indek yang mewadahi saham-saham syariah juga terpuruk karena krisis (lihat Tabel 1.2). Saham-saham yang tergabung dalam JII diklaim sebagai saham yang sesuai syariah Islam, saham dimana emiten yang menerbitkannya tidak melakukan kegiatan bisnis yang bertentangan dengan syariah. Mengapa mereka juga terpuruk? Faktor-faktor apa saja yang mempengaruhinya sehingga JII jatuh, padahal pemicu awal krisis tempat kejadiannya di Negara yang nun jauh dari Indonesia yaitu Amerika Serikat?

**Tabel 1.2**  
**INDEK HARGA SAHAM DI BEI (24 – 10- 2008)**

No	Name	Previous	Current	Change	%
1	Composite	1337.204	1244.864	-92.340	-6.91
2	LQ-45	255.476	234.533	-20.943	-8.20
3	JII	210.464	193.951	-16.513	-7.27
4	MBX	362.992	334.796	-28.196	-7.77
5	DBX	284.107	279.137	-4.970	-1.75
5	KOMPAS 100	318.619	293.085	-25.574	-8.03

Sumber: idx.co.id

## II. Tinjauan Pustaka

### Pasar Keuangan

*Financial market* adalah institusi dan prosedur yang memberikan fasilitas demi terselenggaranya transaksi untuk semua jenis klaim keuangan/ surat berharga. Pertanyaan mengapa pasar keuangan ada? Apa yang rugi dalam perekonomian jika pasar keuangan tidak ada? adalah suatu pertanyaan menarik yang akan dibahas. Beberapa unit ekonomi seperti rumah tangga, perusahaan, atau pemerintah berbelanja lebih banyak dalam periode tertentu dibanding pendapatannya. Unit ekonomi yang lain berbelanja lebih sedikit dibanding apa yang mereka dapat. Sebagai contoh perusahaan bisnis secara agregat pada suatu periode tertentu biasanya pengeluaran dana lebih banyak dibanding daripada apa yang didapat. Sektor rumah tangga (*household*) secara agggregat pengeluaran atas konsumsi lebih sedikit dibanding apa yang didapat. Selanjutnya

mengharuskan adanya beberapa mekanisme yang diperlukan untuk memfasilitasi transfer tabungan dari unit ekonomi surplus ke unit ekonomi defisit. Inilah secara tepat fungsi dari pasar keuangan. Berdasarkan surat berharga yang diperdagangkan, pasar keuangan meliputi pasar uang (*money market*) dan pasar modal (*capital market*).

### **Pasar Uang (*Money Market*)**

Karakteristik kunci yang membedakan anatara pasar uang dan pasar modal adalah periode jatuh tempo yang terdapat dalam surat berharga yang diperdagangkan. Pasar uang berkaitan dengan semua institusi dan prosedur yang memungkinkan terwujudnya transaksi instrumen hutang jangka pendek. Pasar uang adalah pasar untuk surat berharga hutang yang periode jatuh tempo kurang dari satu tahun. Konvensi keuangan menyatakan hutang jangka pendek adalah hutang dengan periode jatuh tempo satu tahun atau kurang. Dengan karakteristik ini, maka surat berharga saham ataupun saham preferen tidak diperdagangkan dalam pasar uang.

Salah satu contoh surat berharga pasar uang adalah Sertifikat Bank Indonesia (SBI) yaitu surat berharga atas unjuk dalam rupiah yang diterbitkan oleh Bank Indonesia (BI) sebagai pengakuan utang berjangka waktu pendek dengan system diskonto. Bank Indonesia menjual SBI dengan tujuan lain untuk memperkecil jumlah uang beredar sehingga inflasi dapat ditekan, sedangkan Bank Indonesia membeli dalam rangka meningkatkan uang beredar dan sekaligus membuat deflasi tidak terjadi secara terus menerus. SBI berjangka waktu satu bulan dan tiga bulan, para investor ataupun pemain dalam pasar uang menjadikan SBI merupakan salah satu instrumen pasar uang dan dianggap beresiko rendah.

### **Pasar Modal (*Capital Market*)**

Pasar modal merupakan keseluruhan institusi dan prosedur yang memungkinkan terjadinya transaksi instrumen keuangan jangka panjang. Jangka panjang artinya mempunyai periode jatuh tempo lebih dari satu tahun. Secara garis besar instrumen dalam katagori ini mencakup saham dan obligasi. Dana yang membentuk struktur modal perusahaan diperoleh melalui pasar modal.

Pasar modal (*capital market*) merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri. Kalau pasar modal merupakan pasar untuk surat berharga jangka panjang, maka pasar uang (*money market*) pada sisi yang lain merupakan pasar surat berharga jangka pendek. Baik pasar modal maupun pasar uang merupakan bagian dari pasar keuangan (*financial market*).

Pasar modal adalah pasar di mana banyak jenis instrument keuangan jangka panjang dapat diperdagangkan. Meliputi obligasi (*bond*), ekuitas (*stocks*), mutual fund, instrument derivative dan instrument keuangan lainnya (Jsx. Co. id, 2007). Pasar modal adalah suatu sumber pendanaan bagi perusahaan dan institusi lainnya (misal: pemerintah), dan sebagai alat investasi. Oleh karena itu pasar modal memfasilitasi infrastruktur proses pembelian dan penjualan dan aktivitas lainnya yang terkait.

Jika di pasar modal diperjualbelikan instrumen keuangan seperti saham, obligasi, waran, *right*, obligasi konvertibel, dan berbagai produk turunan (*derivatif*) seperti opsi (*put* atau *call*), maka di pasar uang diperjualbelikan antara lain Sertifikat Bank Indonesia

(SBI), Surat Berharga Pasar Uang (SBPU), Commercial Paper, Promissory Notes, Call Money, Repurchase Agreement, Banker's Acceptance, Treasury Bills dan lain-lain.

Undang-Undang Pasar Modal No. 8 tahun 1995 memberikan pengertian Pasar Modal yang lebih spesifik yaitu "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".

Pada dasarnya pasar modal mirip dengan pasar-pasar lain. Untuk setiap pembeli yang berhasil, selalu harus ada penjual yang berhasil. Jika jumlah orang yang ingin membeli lebih banyak dibanding yang ingin menjual, harga akan menjadi lebih tinggi, jika yang terjadi sebaliknya maka harga saham akan turun.

Pasar Modal memiliki peran besar bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus, fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi ekonomi karena pasar menyediakan fasilitas atau wahana yang mempertemukan dua kepentingan yaitu pihak yang memiliki kelebihan dana (investor) dan pihak yang memerlukan dana (issuer). Dengan adanya pasar modal maka pihak yang memiliki kelebihan dana dapat menginvestasikan dana tersebut dengan harapan memperoleh imbalan (return) sedangkan pihak issuer (dalam hal ini perusahaan) dapat memanfaatkan dana tersebut untuk kepentingan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari operasi perusahaan. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi keuangan, karena pasar modal memberikan kemungkinan dan kesempatan memperoleh imbalan bagi pemilik dana, sesuai dengan karakteristik investasi yang dipilih.

Pasar modal memiliki peran penting dalam kegiatan ekonomi. Di banyak negara, terutama di negara-negara yang menganut sistem ekonomi pasar, pasar modal telah menjadi salah satu sumber kemajuan ekonomi, sebab pasar modal dapat menjadi sumber dana alternatif bagi perusahaan. Perusahaan merupakan salah satu agen produksi yang secara nasional akan membentuk Gross Domestic Product (GDP). Perkembangan pasar modal akan menunjang peningkatan GDP. Atau dengan kata lain, berkembangnya pasar modal akan mendorong pula kemajuan ekonomi suatu negara.

Memang banyak sumber dana yang dapat dimanfaatkan untuk membiayai suatu investasi. Namun pasar modal dapat digolongkan sebagai sumber pembiayaan modern. Dikatakan sebagai sumber pembiayaan modern, karena ada sumber pembiayaan tradisional. Sumber pembiayaan tradisional yang sudah sangat populer adalah bank. Satu keunggulan penting yang dimiliki pasar modal dibanding bank adalah bahwa untuk mendapatkan dana sebuah perusahaan tidak perlu menyediakan agunan sebagaimana dituntut oleh bank. Hanya dengan menunjukkan prospek yang baik, maka surat berharga perusahaan tersebut akan laku dijual di pasar. Di samping itu, dengan memanfaatkan dana dari pasar modal, perusahaan tidak perlu menyediakan dana setiap bulan atau setiap tahun untuk membayar bunga. Sebagai gantinya perusahaan harus membayar dividen kepada investor.

Bagi investor menginvestasikan dananya di pasar modal juga memberi keuntungan yang tidak bisa diberikan oleh bank, yakni berupa pembayaran dividen yang bukan tidak mungkin bisa melampaui jumlah yang dibayarkan oleh bank atas nilai investasi yang sama, sekalipun keuntungan ini juga diiringi risiko yang tidak kecil. Bila perusahaan sedang merugi, misalnya, sering terjadi investor tidak mendapatkan hak dividennya.

Dengan adanya pasar modal diharapkan aktivitas perekonomian menjadi meningkat karena pasar modal merupakan alternatif pendanaan bagi perusahaan-perusahaan sehingga perusahaan dapat beroperasi dengan skala yang lebih besar dan pada gilirannya akan meningkatkan pendapatan perusahaan dan kemakmuran masyarakat luas.

Pasar modal paling tidak memiliki sepuluh manfaat. Pertama, memberikan kesempatan memiliki perusahaan yang sehat dan mempunyai prospek. Kedua, memberikan alternatif investasi yang memberikan potensi keuntungan dengan resiko yang dapat diperhitungkan melalui keterbukaan, likuiditas, dan diversifikasi investasi. Ketiga, membina iklim keterbukaan bagi dunia usaha dan memberikan akses kontrol sosial. Keempat, menegaskan bahwa pengelolaan perusahaan dengan iklim keterbukaan, mendorong pemanfaatan manajemen profesional. Kelima, manajemen profesional menghilangkan insentif mempertahankan mayoritas kepemilikan. Keenam, menyediakan sumber pembiayaan jangka panjang bagi dunia usaha, sekaligus memungkinkan alokasi sumber dana yang optimal. Ketujuh, menyediakan *leading indicator* bagi tren ekonomi negara. Kedelapan, menyebarkan kepemilikan perusahaan sampai lapisan masyarakat menengah. Kesembilan, penyebaran kepemilikan, keterbukaan, dan profesionalisme, serta menciptakan iklim berusaha yang sehat. Kesepuluh menciptakan lapangan kerja dan profesi yang menarik.

*Jeff Madura* (2003:243-244) menyatakan bahwa Pasar modal (*Equity Markets*) mempunyai beberapa fungsi: (1) Memfasilitasi aliran dana dari investor individual atau institusi ke perusahaan, sehingga mereka (pasar modal) memungkinkan perusahaan dapat mendanai investasi baru ataupun ekspansi usaha, (2) Memfasilitasi aliran dana antar investor, dan (3) Memfasilitasi investor (*equity*) masuk ke dalam perusahaan.

Pasar modal mempunyai peranan penting bagi perekonomian suatu Negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi (**Sumber: JSX.Co.id**). Pertama, pasar modal merupakan kendaraan untuk pendanaan atau suatu alat bagi perusahaan untuk memperoleh dana dari masyarakat investor. Dana yang diperoleh dari pasar modal dapat digunakan untuk pengembangan bisnis, ekspansi, menambah modal kerja, dan sebagainya. Kedua, pasar modal menjadi media bagi public untuk investasi dalam instrumen keuangan seperti saham, obligasi, mutual fund, dan yang lainnya. Publik dapat menempatkan dana mereka menurut karakteristik resiko dan return dari setiap instrument yang public kehendaki.

### **Krisis Ekonomi**

Banyak factor yang menyebabkan kegiatan perekonomian suatu Negara mengalami kenaikan ataupun penurunan. Pertumbuhan atau kemunduran perekonomian yang berlaku pada satu tahun tertentu tidak akan sama dengan pertumbuhan atau kemunduran pada tahun lainnya. Akan tetapi siklus naik atau turun kegiatan ekonomi dalam jangka panjang mempunyai persamaan sifat-sifat:

- a). setiap kenaikan ekonomi yang berlaku pada akhirnya akan mencapai puncaknya dan diikuti penurunan dalam tingkat kegiatan itu.
- b). Penurunan itu tidak akan terus berlangsung, pada akhirnya tingkat kegiatan ekonomi akan mengalami perkembangan kembali, dan keadaan ini akan terus berlangsung selama beberapa waktu sebelum ia mengalami penurunan kembali.

Perekonomian yang sedang mengalami kemunduran atau penurunan dikatakan sedang menghadapi masa mundur atau resesi, apabila kemundurannya sangat buruk sekali maka dikatakan sedang dalam depresi (Sukirno, 1985:167).

Di dalam perekonomian yang sedang mundur keinginan para konsumen untuk berbelanja berkurang dan menyebabkan stok barang-barang dalam perusahaan-perusahaan bertambah. Keadaan ini mendorong perusahaan untuk mengurangi kegiatannya dan mengurangi penggunaan tenaga kerja. Maka di dalam masa resesi tingkat pengangguran bertambah dan lebih banyak barang-barang modal yang tersedia tidak digunakan. Ilustrasi diawal pendahuluan yaitu di PHK-nya karyawan kerajinan tangan (Purworejo), kerajinan perak (Yogyakarta), mobil BMW (Jerman), batu bata (Inggris), dan portal internet raksasa Yahoo (Amerika) cerminan dari tanda-tanda resesi ekonomi dunia.

### **Pasar Modal Syariah (Syariah Stock Exchange)**

#### **Apa Itu Pasar Modal Syariah**

Sampai tahun 1970, sejumlah besar masyarakat muslim tidak dapat terlibat dalam investasi di pasar modal. Hal ini disebabkan Karena larangan Islam pada aktivitas-aktivitas bisnis tertentu. Pemenuhan kepentingan pemodal yang ingin mendasarkan kegiatan investasinya berdasarkan kepada prinsip-prinsip syariah, maka di sejumlah bursa efek dunia telah disusun indeks yang secara khusus terdiri dari komponen saham-saham yang tergolong kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan prinsip syariaiah (Nasution dan Huda, 2007: 45).

Penggagas pertama tentang pasar modal syariah tidak muncul dari Negara islam, tetapi justru negara non islam Amerika Serikat, yaitu dengan diluncurkannya The Amana Fund tahun 1986 dan Dow Jones Index (DJIM) tahun 1989. Di Indonesia pasar modal syariah mulai nampak pada tahun 1997, diawali dengan lahirnya reksa dana syariah serta diluncurkannya Jakarta Islamic Index (JII).

Kegiatan pasar modal di Indonesia diatur dalam Undang-Undang No.8 Tahun 1995 (UUPM). Pasal 1 butir 13 dinyatakan bahwa pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan public yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Sedangkan efek dinyatakan sebagai surat berharga, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak kegiatan berjangka atas efek, dan setiap derivative efek.

UUPM tidak membedakan apakah kegiatan pasar modal tersebut dilakukan dengan prinsip-prinsip syariah atau tidak. Dengan demikian, berdasarkan UUPM kegiatan pasar modal dapat dilakukan sesuai dengan prinsip-prinsip syariah dan dapat pula dilakukan dengan prinsip non syariah (konvensional). Prinsip pasar modal syariah berbeda dengan pasar modal konvensional, terutama terkait dengan instrumen yang digunakannya. Sejumlah instrument pasar modal syariah seperti saham syariah, obligasi syariah dan dana reksa syariah.

Dalam kerangka kegiatan pasar modal syariah ada beberapa lembaga penting yang secara langsung terlibat di dalamnya, yaitu: Bapepam, Dewan Syariah Nasional (DSN), bursa efek, perusahaan efek, emiten, profesi dan lembaga penunjang pasar modal serta pihak terkait lainnya. Khusus untuk kegiatan pengawasan akan dilakukan secara bersama oleh Bapepam dan DSN.

DSN berfungsi sebagai pusat referensi atas semua aspek-aspek syariah yang ada dalam kegiatan pasar modal syariah. DSN akan memberikan fatwa-fatwa sehubungan dengan kegiatan emisi, perdagangan, pengelolaan portfolio efek-efek syariah dan kegiatan lain yang berhubungan dengan efek syariah. DSN mempunyai kewenangan penuh untuk memberikan keputusan tentang berhak tidaknya sebuah efek menyandang label syariah. Kewenangan penuh juga dimiliki DSN dalam hal pengawasan kegiatan emisi, perdagangan, pengelolaan portfolio efek-efek syariah dan kegiatan lain yang berhubungan dengan efek syariah.

Di Indonesia umat islam boleh terlibat dalam pasar modal (saham dan obligasi) dengan catatan harus mematuhi dan berpedoman pada fatwa Majelis Ulama Indonesia (MUI), yaitu fatwa no 40/DSN-MUI/X/2003, tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal. Beberapa pertimbangan dikeluarkannya fatwa tersebut antara lain:

1. Bahwa perkembangan ekonomi suatu negara tidak lepas dari perkembangan pasar modal.
2. Bahwa pasar modal berdasarkan prinsip syariah telah dikembangkan di berbagai negara.
3. Bahwa umat Islam Indonesia memerlukan Pasar Modal yang aktivitasnya sejalan dengan prinsip Syariah.

Selain pertimbangan-pertimbangan tersebut di atas, dikeluarkannya fatwa MUI juga memperhatikan beberapa firman Allah dalam Qur'an dan Hadis Nabawi Muhammad SAW, di antaranya sebagai berikut:

**a). Firman Allah**

1. ....dan Allah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba... (QS. al-Baqarah [2]: 275).
2. Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan tinggalkan sisa riba (yang belum dipungut) jika kamu orang-orang yang beriman. Maka jika kamu tidak mengerjakan (meninggalkan sisa riba), Maka Ketahuilah, bahwa Allah dan rasul-Nya akan memerangimu, dan jika kamu bertaubat (dari pengambilan riba), Maka bagimu pokok hartamu, kamu tidak menganiaya dan tidak (pula) dianiaya. (QS. al-Baqarah [2]: 278-279).
3. Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil, kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku dengan suka sama-suka di antara kamu. (QS. An-Nisa [4] : 29).
4. Apabila Telah ditunaikan shalat, Maka bertebaranlah kamu di muka bumi, dan carilah karunia Allah (QS. Al-Jumu'ah [62] : 10).
5. Hai orang yang beriman! Penuhilah akad-akad itu...(QS. Al-Ma'idah [5]: 1)

**b). Hadis Nabi s.a.w**

1. Tidak boleh membahayakan diri sendiri dan tidak boleh pula membahayakan orang lain.” (Hadis Nabi riwayat Ibnu Majah dari ‘Ubadah bin Shamit, riwayat Ahmad dari Ibnu ‘Abbas dan Malik dari Yahya).
2. Janganlah kamu menjual sesuatu yang tidak ada padamu” (HR. Al Khomsah dari Hukaim bin Hizam).
3. Tidak halal (memberikan) pinjaman dan penjualan, tidak halal (menetapkan) dua syarat dalam satu jual beli, tidak halal keuntungan sesuatu yang tidak ditanggung

resikonya, dan tidak halal (melakukan) penjualan sesuatu yang tidak ada padamu” (HR. Al Khomsah dari Amr bin Syuaib dari ayahnya dari kakeknya).

4. Rasulullah s.a.w melarang jual beli yang mengandung gharar” (HR. Muslim, Tirmidzi, Nasa’i, Abu Daud, dan Ibnu Majah dari Abu Hurairah).
5. Rasulullah s.a.w melarang (untuk) melakukan penawaran palsu” (Muttafaq ‘alaih).
6. Nabi SAW melarang pembelian ganda pada satu transaksi pembelian (HR. Abu Dawud, al-Tirmidzi, dan al-Nasa’i).
7. Tidak boleh menjual sesuatu hingga kamu memilikinya (HR. Baihaqi dari Hukaim bin Hizam).
8. Perdamaian dapat dilakukan di antara kaum muslimin, kecuali perdamaian yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram, dan kaum muslimin terikat dengan syarat-syarat mereka kecuali syarat yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram. (HR Al-Tirmidzi dari Amr bin Auf).
9. Allah swt berfirman: ‘Aku adalah pihak ketiga dari dua orang yang bersyarikat selama salah satu pihak tidak mengkhianati pihak yang lain. Jika salah satu pihak telah berkhianat, aku keluar dari mereka. (HR. Abu Daud, yang dishahihkan oleh al-Hakim dari Abu Hurairah).
10. Dari Ma’mar bin Abdullah, dari Rasulullah SAW bersabda: Tidaklah melakukan iktikar (penimbunan/monopoli) kecuali orang yang bersalah(HR. Muslim).
11. Kaidah fiqh: Pada dasarnya, semua bentuk muamalah boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkan.
12. Tidak boleh melakukan perbuatan hukum atas milik orang lain tanpa seizinnya.

Selain firman Allah dalam Alqur’an dan Hadis Nabi, fatwa MUI tentang pasar modal dikeluarkan juga dengan memperharikan beberapa pendapat ulama, antara lain:

1. Ibnu Qudamah dalam Al-Mughni juz 5/173 [Beirut:Dar al Fikr, tanpa tahun]: Jika salah seorang dari dua orang berserikat membeli porsi mitra serikatnya, hukumnya boleh karena ia membeli milik pihak lain.
2. Dr. Wahbah al-Zuhaili dalam Al-Fiqh Al-Islami wa Adillatuhu juz 3/1841: Bermuamalah dengan (melakukan kegiatan transaksi atas) saham hukumnya boleh, karena pemilik saham adalah mitra dalam perseroan sesuai dengan saham yang dimilikinya.
3. Para ulama yang menyatakan kebolehan jual beli saham pada perusahaan-perusahaan yang memiliki bisnis yang mubah, antara lain dikemukakan oleh Dr. Muhammad ‘Abdul Ghaffar al-Syarif (al-Syarif, Buhuts Fiqhiyyah Mu’ashirah, [Beirut: Dar Ibn Hazm, 1999], h.78-79); Dr. Muhammad Yusuf Musa (Musa, al-Islam wa Muskilatuna al-Hadhirah, [t.t : Silsilah al-Tsaqafah al-Islamiyah, 1958], h.58). Dr. Muhammad Rawas Qal’ahji, (Qal’ahji, al-Mu’amalat al-Maliyah al-Mu’ashirah fi Dhaw’i al-Fiqh wa al-Syari’ah, [Beirut: Dar al-Nafa’is, 1999]).
4. Syaikh Dr. ‘Umar bin ‘Abdul ‘Aziz al-Matruk (Al-Matruk, al-Riba wa al-Mu’amalat al-Mashrafiyyah, [Riyadh: Dar al-‘Ashimah, 1417 H], h. 369-375) menyatakan: adalah saham-saham yang terdapat dalam perseroan yang dibolehkan, seperti perusahaan dagang atau perusahaan manufaktur yang dibolehkan. Bermusahamah (saling bersaham) dan bersyarikah (kongsi) dalam perusahaan tersebut serta menjualbelikan sahamnya, jika perusahaan itu dikenal serta tidak mengandung ketidakpastian dan ketidakjelasan yang signifikan, hukumnya boleh. Hal itu disebabkan karena saham adalah bagian dari modal yang dapat memberikan

keuntungan kepada pemiliknya sebagai hasil dari usaha perniagaan dan manufaktur. Hal itu hukumnya halal, tanpa diragukan.

5. Para ulama yang membolehkan pengalihan kepemilikan porsi suatu surat berharga selama disepakati dan diizinkan oleh pemilik porsi lain dari suatu surat berharga (bi-idzni syarikihi). Lihat: Al-Majmu' Syarh al-Muhadzab IX/265 dan Al-Fiqh Al-Islami wa Adillatuhu IV/881.
6. Keputusan Muktamar ke-7 Majma' Fiqh Islami tahun 1992 di Jeddah: Boleh menjual atau menjaminkan saham dengan tetap memperhatikan peraturan yang berlaku pada perseroan.

Beberapa poin penting terkait dengan Pasar modal menurut fatwa MUI adalah:

1. Pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek (Pasal 1, ayat 1).
2. Efek syariah adalah efek sebagaimana dimaksud dalam peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal yang akad, pengelolaan perusahaan, maupun cara penerbitannya memenuhi prinsip-prinsip syariah (Pasal 1, ayat 3).
3. Shariah Compliance Officer (SCO) adalah pihak atau pejabat dari suatu perusahaan atau lembaga yang telah mendapat sertifikasi dari DSN-MUI dalam pemahaman mengenai prinsip-prinsip syariah di Pasar Modal (Pasal 1, ayat 4).
4. Prinsip-prinsip Syariah adalah prinsip-prinsip yang didasarkan atas ajaran Islam yang penetapannya dilakukan oleh DSN-MUI, baik ditetapkan dalam fatwa ini maupun dalam fatwa terkait lainnya (Pasal 1, ayat 6).
5. Pasar Modal beserta seluruh mekanisme kegiatannya terutama mengenai emiten, jenis efek yang diperdagangkan dan mekanisme perdagangannya dipandang telah sesuai dengan Syariah apabila telah memenuhi prinsip-prinsip syariah. Suatu efek dipandang telah memenuhi prinsip-prinsip syariah apabila telah memperoleh Pernyataan Kesesuaian Syariah (Pasal 2, ayat 1&2).
6. Jenis usaha, produk barang, jasa yang diberikan dan akad serta cara pengelolaan perusahaan Emiten atau perusahaan Publik yang menerbitkan Efek Syariah tidak boleh bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah (Pasal 3, ayat 1).
7. Jenis kegiatan usaha yang bertentangan dengan prinsip-prinsip Syariah sebagaimana dimaksud dalam pasal 3 angka 1 di atas, antara lain:
  - a. Perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
  - b. Lembaga keuangan konvensional (ribawi), termasuk perbankan dan asuransi konvensional.
  - c. Produsen, distributor, serta pedagang makanan dan minuman yang haram.
  - d. Produsen, distributor, dan/atau penyedia barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudharat.
  - e. Melakukan investasi pada emiten (perusahaan) yang pada saat transaksi tingkat (nisbah) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan ribawi lebih dominan dari modalnya (Pasal 3, ayat 2).
8. Emiten atau perusahaan publik yang menerbitkan efek syariah wajib menjamin bahwa kegiatan usahanya memenuhi prinsip-prinsip syariah dan memiliki syariah compliance officer (Pasal 3, ayat 4).

9. Efek syariah mencakup saham syariah, obligasi syariah, reksa dana syariah, kontrak investasi kolektif efek barugun aset (KIKEBA) Syariah, dan surat berharga lainnya yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah (Pasal 4, ayat 1) .

### **Saham (*Common Stocks*)**

Di antara surat-surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal, saham biasa (*common stock*) adalah yang paling dikenal masyarakat. Di antara emiten (perusahaan yang menerbitkan surat berharga), saham biasa juga merupakan yang paling banyak digunakan untuk menarik dana dari masyarakat. Jadi saham biasa paling menarik, baik bagi pemodal maupun bagi emiten. Apakah Saham itu, Secara sederhana, saham dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan atau pemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan.

Wujud saham adalah, selebar kertas yang menerangkan bahwa pemilik kertas tersebut adalah pemilik perusahaan yang menerbitkan kertas tersebut. Jadi sama dengan menabung di bank. Setiap kali kita menabung, maka kita akan mendapat slip yang menjelaskan bahwa kita telah menyetor sejumlah uang. Bila kita membeli saham, maka kita akan menerima kertas yang menjelaskan bahwa kita memiliki perusahaan penerbit saham tersebut.

### **Saham Syariah**

Fatwa MUI (No.40/DSN-MUI/X/2003) pasal 4 ayat 2 menyatakan bahwa saham adalah bukti kepemilikan atas suatu perusahaan yang memenuhi kriteria sebagaimana tercantum dalam pasal 3, dan tidak termasuk saham yang memiliki hak-hak istimewa. Kriteria yang tercantum dalam pasal 3 diantaranya bahwa jenis usaha, produk barang, jasa yang diberikan dan akad serta cara pengelolaan perusahaan Emiten atau perusahaan Publik yang menerbitkan Efek Syariah tidak boleh bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah. Apa itu prinsip syariah, lihat pasal 3 ayat 2.

Jika dikaitkan dengan Jakarta Islamic Index, saham syariah merupakan saham-saham yang memenuhi persyaratan untuk dimasukkan ke dalam Jakarta Islamic Index JII. Secara praktis, instrumen saham belum didapati pada masa Rasulullah SAW. Pada masa Rasulullah SAW dan sahabat yang dikenal hanyalah perdagangan komoditas barang riil seperti layaknya yang terjadi pada pasar biasa. Pengakuan kepemilikan sebuah perusahaan (*syirkah*) pada masa itu belum direpresentasikan dalam bentuk saham seperti perekonomian modern sekarang. Pada masa itu jual beli asset hanya melalui mekanisme jual beli biasa dan belum melalui IPO dengan saham sebagai instrumennya. Pada saat itu yang terbentuk hanyalah pasar riil biasa yang mengadakan pertukaran barang dengan uang (jual beli) dan pertukaran barang dengan barang atau barter.

Para ulama melakukan ijtihad terkait dengan pasar modal, karena belum adanya ayat dalam Alqur'an maupun Al-Hadis yang mengatur secara jelas tentang saham. Hasilnya terdapat kontroversi dalam memperlakukan saham dari aspek hukum khususnya jual beli. Ada sebagian mereka yang membolehkan dan sebagian mereka yang tidak membolehkan transaksi jual beli saham. Beberapa alasan yang tidak membolehkan transaksi jual-beli saham (Huda & Nasution, 2007:64-65) di antaranya sebagai berikut:

1. Saham dipahami sebagaimana obligasi, di mana saham juga merupakan utang perusahaan terhadap para investor yang harus dikembalikan, maka dari itu

memperjualbelikannya juga sama hukumnya dengan jual beli utang yang dilarang syariah.

2. Banyaknya praktik 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 diaplikasikan. Dikatakan kedua prinsip tersebut tidak terpenuhi dalam transaksi jual beli saham.
7. Adanya unsur ketidaktahuan (jahalah) dalam jual beli saham dikarenakan pembeli tidak mengetahui secara persis spesifikasi barang yang akan dibeli yang terefleksikan dalam lembaran saham. Sedangkan salah satu syarat sahnya jual beli adalah diketahuinya barang (ma'luumu almabi').
8. Nilai saham pada setiap tahunnya tidak bias 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.

Para fuqaha yang membolehkan jual beli saham mengatakan bahwa saham sesuai dengan terminologinya yang melekat padanya, maka saham yang dimiliki seseorang menunjukkan sebuah bukti kepemilikan atas perusahaan tertentu yang berbentuk asset, sehingga saham merupakan cerminan kepemilikan atas asset tersebut. Logika tersebut dijadikan dasar pemikiran bahwa saham dapat diperjualbelikan sebagaimana layaknya barang. Para ulama yang merekomendasikan perihal tersebut di antaranya Abu Zahrah, Abdurrahman Hasan, dan Khalaf sebagaimana dituangkan oleh Qardhawi dalam kitabnya Fiqhu Zakah halaman 527 (Huda & Nasution, 2007:65).

Aturan dan norma jual beli saham tetap mengacu kepada pedoman jual beli barang pada umumnya, yaitu terpenuhinya rukun, syarat serta terhindar dari unsure maisir, gharar, riba, haram, dhulm, ghisyy, dan najasy. Praktek forward contract, short selling, option, insider trading, penggorengan saham merupakan transaksi yang dilarang secara syariah dalam dunia pasar modal. Konsep preferred stock saham juga cenderung tidak diperbolehkan secara syariah, dengan dua alasan:

1. Adanya keuntungan tetap (predeterminant revenue), yang dikategorikan oleh kalangan ulama sebagai riba
2. Pemilik saham preferen mendapatkan hak istimewa terutama pada saat perusahaan dilikuidasi, hal ini dianggap mengandung unsure ketidakadilan.

Terdapat beberapa fatwa ulama kontemporer tertakut tentang jual beli saham. Pertama dari Dewan Syariah Nasional Saudi Arabia, jilid 13, halaman 320-321 nomor 4016 dan 5149, yang diterjemahkan sebagai berikut: "Jika saham yang diperjualbelikan tidak serupa dengan uang secara utuh apa adanya, akan tetapi hanya representasi dari sebuah asset seperti tanah, mobil, pabrik, dan yang sejenisnya, dan hal tersebut merupakan sesuatu yang telah diketahui oleh penjual dan pembeli, maka dibolehkan hukumnya untuk diperjualbelikan dengan harga tunai ataupun tangguh, yang dibayarkan

secara kontan ataupun beberapa kali pembayaran, berdasarkan keumuman dalil tentang bolehnya jual beli”. Kedua, selain fatwa tersebut, fatwa Dewan Syariah Nasional Indonesia juga telah memutuskan akan bolehnya jual beli saham (Fatwa DSN-MUI No. 40/DSN-MUI/2003).

## Indek Saham Syariah

### a). Dow Jones Islamic Index (DJIM)

Pengembang pertama indeks syariah dan reksa dana adalah Amerika Serikat, yaitu setelah diluncurkannya The Amanah Fund tahun 1986 dan Dow Jones Islamic Index (DJIM) tahun 1989. DJIM melakukan filterisasi terhadap saham-saham yang akan dimasukkan ke dalam DJIM. Perusahaan-perusahaan tidak akan dimasukkan ke dalam indeks (DJIM) jika memiliki usaha dalam bidang-bidang berikut:

1. Alkohol
2. Rokok/Tobacco
3. Daging babi
4. Jasa keuangan konvensional
5. Pertahanan dan persenjataan, dan
6. Hiburan (Hotel, kasino/perjudian, cinema, musik)

Filterisasi kedua berupa ketentuan atas rasio financial dan atau tingkat pendapatan dari bunga. Perusahaan akan dikeluarkan dari DJIM jika:

1. Leverage (Total Utang / Total Asset) = atau > 33%
2. Total Piutang / Total Asset = atau > 47%
3. Non Operating Interest Income / Operating Income = atau > 9%

Selanjutnya pada Februari 1999, DJIM untuk pertama kalinya diluncurkan untuk mencatat kinerja perusahaan dari 34 negara yang kegiatannya konsisten dengan prinsip-prinsip Islam.

### b). Jakarta Islamic Index (JII)

JII adalah suatu indeks terdiri atas 30 saham yang didasarkan pada hukum Islam. Dengan kata lain, indeks ini mencakup saham-saham yang memenuhi kriteria investasi dalam hukum Islam. Tabel 1.3. menunjukkan indeks JII April 2008.

**TABEL 1.3.**  
**INDEK JII APRIL 2008**

DATE	PREVIUOS	HIGHEST	LOWEST	CLOSE
1-04-08	448.42	451.78	427.93	440.42
2-04-08	440.42	447.69	424.45	427.16
3-04-08	427.16	429.26	401.91	405.91
4-04-08	405.91	416.99	406.19	414.84
7-04-08	414.84	420.92	412.80	419.71
8-04-08	419.71	420.58	413.24	414.31
9-04-08	414.31	418.82	399.19	401.99
10-04-08	401.99	411.28	397.93	411.28

Sumber: www.bei.co.id

Saham-saham yang dimasukkan dalam JII (lihat Table 1.4) adalah saham-saham yang diterbitkan oleh issuer-issuer yang menjalankan aktivitas bisnis yang tidak bertentangan dengan hukum Islam, seperti:

1. Judi dan permainan apapun yang memasukkan judi atau perdagangan yang dilarang

2. Institusi keuangan konvensional, termasuk perbankan dan asuransi konvensional
3. Bisnis yang menghasilkan, mendistribusikan, dan memperdagangkan makanan dan minuman yang dilarang oleh hukum Islam.
4. Bisnis yang menghasilkan, mendistribusikan, dan atau memberikan barang dan jasa yang merusak moral dan membahayakan.

**TABEL 1.4.**  
**5 SAHAM JII PERIODE 2007**

Kode	Nama Lengkap
AALI	Astra Argo Lestari, Tbk
ANTM	Aneka Tambang Tbk.
ASII	Astra International Tbk.
INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.
TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk.

Sumber: [www.bei.co.id](http://www.bei.co.id)

### **Obligasi (Bond)**

Obligasi adalah surat berharga atau sertifikat yang berisi kontrak antara pemberi dana (dalam hal ini pemodal) dengan yang diberi dana (emiten). Jadi surat obligasi adalah selembar kertas yang menyatakan bahwa pemilik kertas tersebut telah membeli hutang perusahaan yang menerbitkan obligasi. Penerbit membayar bunga atas obligasi tersebut pada tanggal-tanggal yg telah ditentukan secara periodik, dan pada akhirnya menebus nilai utang tersebut pada saat jatuh tempo dengan mengembalikan jumlah pokok pinjaman ditambah bunga yg terutang. Pada umumnya, instrumen ini memberikan bunga yang tetap secara periodik. Bila bunga dalam sistem ekonomi menurun, nilai obligasi naik; dan sebaliknya jika bunga meningkat, nilai obligasi turun.

### **Obligasi Syariah**

Obligasi syariah berbeda dengan obligasi konvensional. Semenjak ada konvergensi pendapat bahwa bunga adalah riba, maka instrumen-instrumen yang punya komponen bunga dikeluarkan dari daftar investasi halal. Karena itu dimunculkan alternatif yang dinamakan obligasi syariah.

Merujuk kepada Dewan Syariah Nasional No.32/DSN-MUI/IX/2002, obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan 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. Fatwa No.33/DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi syariah, di dalamnya dinyatakan bahwa:

1. Obligasi syariah mudharabah adalah obligasi syariah yang berdasarkan akad mudharabah dengan memperhatikan fatwa DSN-MUI No.7/DSN-MUI/IV/2000 tentang pembiayaan mudharabah.
2. Emiten obligasi syariah bertindak sebagai pengelola modal (mudharib), sedangkan pemegang obligasi syariah mudharabah bertindak sebagai pemodal (shahibul maal).

3. Jenis usaha emiten tidak boleh bertentangan dengan prinsip syariah.
4. Nisbah keuntungan dinyatakan dalam akad
5. Apabila emiten lalai atau melanggar perjanjian, emiten wajib menjamin pengambilan dana dan pemodal dapat meminta emiten membuat surat pengakuan utang.
6. Kepemilikan obligasi syariah dapat dipindahtangankan selama disepakati dalam akad.

Fatwa MUI (No.40/DSN-MUI/X/2003) pasal 4 ayat 3 menyatakan bahwa Obligasi syariah adalah surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan 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.

Kenapa obligasi syariah muncul, tidak lain karena ada semacam tuntutan sehubungan dengan berkembangnya institusi-institusi keuangan syariah, seperti asuransi syariah, perbankan syariah, dana pension syariah dan reksa dana syariah yang membutuhkan alternatif penempatan investasi. Tidak mungkin mereka menginvestasikan dananya ke institusi keuangan konvensional. Justru menarik, karena investor konvensional bisa masuk keobligasi syariah, dan tidak melulu harus investor syariah. Produk syariah dapat dinikmati oleh siapapun, sesuai falsafah syariah yang sudah seharusnya memberi manfaat (maslahat) kepada seluruh semesta alam. Investor konvensional akan tetap bisa berpartisipasi dalam obligasi syariah, jika dipertimbangkan bisa memberi keuntungan kompetitif, sesuai profil resikonya dan juga likuid. Obligasi konvensional, investor basenya justru terbatas karena investor syariah tidak bisa ikut ambil bagian, karena portfolio investasi obligasi konvensional pasti bertentangan dengan prinsip syariah. Bagi emiten, menerbitkan obligasi syariah akan memperoleh keuntungan tertentu, berupa diperolehnya sumber pendanaan yang lebih luas, baik investor konvensional maupun syariah. Akan tetapi tidak semua emiten dapat menerbitkan obligasi syariah. Achsien (2004) dalam Huda & Nasution, 2007: 87 menyatakan untuk menerbitkan obligasi syariah persyaratan yang harus dipenuhi:

1. Aktivitas utama (core business) halal, tidak bertentangan dengan substansi fatwa No.20/DSN-MUI/IV/2001. Fatwa tersebut menjelaskan bahwa jenis kegiatan usaha yang bertentangan dengan syariah Islam di antaranya:
  - a. usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang
  - b. usaha lembaga keuangan konvensional (ribawi), termasuk perbankan dan asuransi konvensional
  - c. usaha yang memproduksi, mendistribusi, serta memperdagangkan makanan, dan minuman haram
  - d. usaha yang memproduksi, mendistribusi, dan/atau menyediakan barang dan jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.
2. Peringkat investasi:
  - a. memiliki fundamental usaha yang kuat
  - b. memiliki fundamental keuangan yang kuat
  - c. memiliki citra yang baik bagi public
3. Keuntungan tambahan jika termasuk dalam komponen Jakarta Islamic Index (JII).

Beberapa hal pokok mengenai obligasi syariah mudarabah dapat diringkaskan dalam butir-butir berikut:

1. Kontrak atau akad mudarabah dituangkan dalam perjanjian perwaliamanatan

2. Rasio atau prosentase bagi hasil (nisbah) dapat ditetapkan berdasarkan komponen pendapatan (revenue) atau keuntungan (profit, operating profit, EBIT, atau EBITDA). Tetapi Fatwa No. 15/DSN-MUI/IX/2000 memberi pertimbangan bahwa dari segi kemaslahatan pembagaian usaha sebaiknya menggunakan prinsip Revenue Sharing
3. Nisbah dapat ditetapkan konstan, meningkat, ataupun menurun, dengan mempertimbangkan proyeksi pendapatan emiten, tetapi sudah ditetapkan di awal kontrak.
4. Pendapatan bagi hasil berarti jumlah pendapatan yang dibagihasilkan yang menjadi hak dan oleh karenanya harus dibayarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah yang dihitung berdasarkan perkalian antara nisbah pemegang obligasi syariah dengan pendapatan / keuntungan yang dibagihasilkan yang jumlahnya tercantum dalam laporan keuangan konsolidasi emiten.
5. Pembagian hasil pendapatan ini atau keuntungan dapat dilakukan secara periodic (tahunan, semesteran, kuartalan atau bulanan).
6. Karena bagi hasil akan ditentukan oleh kinerja actual emiten, maka obligasi syariah memberikan indicative return tertentu.

### Kinerja Obligasi Syariah

Kinerja obligasi syariah tercermin pada return yang dijanjikan dan besarnya permintaan atas obligasi tersebut. Pada akhir tahun 2002 obligasi syariah Indosat (lihat table 12.3) diterbitkan. Nisbah bagi hasil indikatif mencapai 15,5% hingga 16%. Nisbah ini hampir sama dengan obligasi konvensional, bedanya yang syariah indikatif, artinya return bisa berubah. Penawaran obligasi syariah mengalami (oversubscribed).

**TABEL12.3**  
**OBLIGASI SYARIAH MUDARABAH**

Tahun	Emiten	Rating	Nilai Emisi	Tenor	Return
2002	Indosat	AA+	Rp 175 M	5	15,75%
2003	Berlin Laju Tanker	A-	60 M	5	14,75%
2004	Perkebunan Nusantara VII	BBB+	75 M	5	13.875%
2005	Indosat IV	AA+	285M	5	12%

Sumber: [Huda](#) & Nasution, 2007:91

### Reksadana

Reksa dana merupakan salah satu alternatif investasi bagi masyarakat pemodal, khususnya pemodal kecil dan pemodal yang tidak memiliki banyak waktu dan keahlian untuk menghitung risiko atas investasi mereka. Reksa Dana dirancang sebagai sarana untuk menghimpun dana dari masyarakat yang memiliki modal, mempunyai keinginan untuk melakukan investasi, namun hanya memiliki waktu dan pengetahuan yang terbatas.

Selain itu Reksa Dana juga diharapkan dapat meningkatkan peran pemodal lokal untuk berinvestasi di pasar modal Indonesia. Dilihat dari asal kata-nya, Reksa Dana berasal dari kosa kata 'reksa' yang berarti 'jaga' atau 'pelihara' dan kata 'dana' yang berarti (kumpulan) uang, sehingga reksa dana dapat diartikan sebagai 'kumpulan uang yang dipelihara (bersama untuk suatu kepentingan)'. Umumnya, Reksa Dana diartikan sebagai

Wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya di investasikan dalam portofolio Efek oleh Manajer Investasi.

### **Reksa Dana Syariah**

Reksadana syariah diperkenalkan pertama kali pada tahun 1995 oleh National Commercial Bank di Saudi Arabia dengan nama Global Trade Equity dengan kapitalisasi US\$150 juta. Di Indonesia Reksadana syariah diperkenalkan pertama kali pada tahun 1998 oleh PT Danareksa yang mengeluarkan produk Reksadana berdasarkan prinsip syariah berjenis Reksadana campuran yang dinamakan Danareksa Syariah Berimbang.

Fatwa MUI (No.40/DSN-MUI/X/2003) pasal 4 ayat 4 menyatakan bahwa Reksa dana syariah adalah reksa dana yang beroperasi menurut ketentuan dan prinsip Syariah Islam, baik dalam bentuk akad antara pemodal sebagai pemilik harga (shahib al-mal/rabb al-mal) dengan manajer investasi, begitu pula pengelolaan dana investasi sebagai wakil shahib al mal, maupun antara manajer investasi sebagai wakil shahib al-mal dengan penggunaan investasi. Butir-butir pokok dalam fatwa DSN terkait Reksa Dana adalah:

- a). Reksa Dana konvensional masih terdapat unsure-unsur yang bertentangan dengan syariah baik dari segi akad, pelaksanaan investasi maupun dari segi pembagian keuntungan.
- b). Investasi hanya dapat dilakukan pada instrument keuangan yang sesuai dengan syariah, yang meliputi saham yang sudah melalui penawaran umum dan pembagian dividen didasarkan pada tingkat laba usaha, penempatan pada deposito dalam bank umum syariah dan surat utang yang sesuai dengan syariah.
- c). Jenis usaha emiten harus sesuai dengan syariah. Pemilihan dan pelaksanaan investasi harus dilaksanakan dengan prinsip kehati-hatian dan tidak boleh ada unsur yang tidak jelas (gharar). Tidak boleh melakukan penawaran palsu, penjualan barang yang belum dimiliki, insider trading, serta melakukan investasi pada perusahaan yang tingkat utangnya lebih dominant dari modalnya.
- d)..Emiten dinyatakan tidak layak berinvestasi dalam reksa dana syariah jika struktur utang terhadap modal sangat bergantung pada pembiayaan dari utang, emiten memiliki nisbah utang terhadap modal lebih dari 82% (utang 45%, modal 55%), manajemen emiten diketahui bertindak melanggar prinsip usaha yang islami.
- e). Mekanisme operasional Reksa Dana syariah terdiri dari: wakalah antara manajer investasi dan pemodal, serta mudarabah antara manajer investasi dengan pengguna investasi.
- f). Karakteristik mudarabah adalah sebagai berikut: (1) pembagian keuntungan antara pemodal (yang diwakili oleh MI) dan pengguna investasi berdasarkan pada proporsi yang ditentukan dalam akad yang telah ditentukan bersama dan tidak ada jaminan atas hasil investasi tertentu kepada si pemodal, (2) pemodal menanggung resiko sebesar dana yang telah diberikan, (3) manajer investasi sebagai wakil pemodal tidak menanggung resiko kerugian atas investasi yang dilakukan sepanjang bukan karena kelalaian.
- g). Penghasilan investasi yang dapat diterima dalam Reksa Dana syariah adalah: (1) Dari saham dapat berupa: dividen yang merupakan bagi hasil atas keuntungan yang dibagi dari laba baik yang dibayar dalam bentuk tunai maupun dalam bentuk saham, Right yang merupakan hak untuk memesan efek lebih dahulu yang diberikan oleh emiten, Capital gain yang merupakan keuntungan yang diperoleh dari jual beli saham di pasar

modal. (2) Dari obligasi yang sesuai dengan syariah: bagi hasil yang diterima secara periodic dari laba emiten. (3) Dari surat berharga pasar uang yang sesuai dengan syariah: bagi hasil yang diterima oleh issuer. (4) Dari deposito dapat berupa: bagi hasil yang diterima dari bank-bank syariah.

### **III. PEMBAHASAN**

#### **Asal Mula Krisis Keuangan Global**

##### **a). *Subprime***

Krisis berawal dari problem yang timbul pada kredit perumahan. Kredit perumahan yang awalnya berjalan baik karena ditujukan kepada nasabah yang prima akhirnya meluas kepada nasabah-nasabah yang tidak prima (layak). Nasabah yang pernah dilanda kredit macet memperoleh kembali kredit baru. Selain itu, banyak kredit yang diberikan dengan uang muka yang sangat rendah, atau bahkan tanpa uang muka sama sekali. Banyak pula kredit yang hanya mensyaratkan pembayaran bunga dan tidak mewajibkan membayar cicilan pokok sama sekali.

Mengapa perbankan Amerika berbuat sedemikian ceroboh, karena harga-harga property naik tajam bertahun-tahun tanpa henti. Harga rumah yang naik terus, nilai jaminan (harga rumah) juga meningkat, sedangkan jumlah pinjaman pokoknya tetap. Oleh karena itu dalam perhitungan bank, walaupun tanpa uang muka, jika harga jaminan naik 20% per tahun, maka nilai jaminan akan menjadi 120% dari harga awal. Sehingga nilai pinjaman dibandingkan dengan jaminan menjadi turun. Situasi itulah yang membuat bank berani memberikan kredit pemilikan rumah tanpa uang muka. Berbagai macam kredit itulah yang disebut *subprime*.

Kenaikan rumah yang terjadi secara terus menerus akan tetap ada jika orang yang membeli rumah makin banyak. Juga jika perbankan terus memasok perekonomian dengan kredit pemilikan rumah yang makin besar. Tetapi karena sebelumnya bank juga memberikan kredit pada mereka yang tidak prima selain nasabah yang prima, maka pembayaran cicilan pun mulai seret. Karena itu bank mulai hati-hati menyalurkan kredit. Dampaknya, kehati-hatian bank tersebut menyebabkan harga rumah berhenti naik, bahkan mulai turun. Penurunan harga itu menyebabkan nasabah kredit pemilikan rumah mulai berpikir apakah akan meneruskan cicilan atau pergi saja (ngemplang). Akhirnya, kredit macet pun membesar. Jadilah problem kemacetan kredit subprime mortgage menggelinding ke seluruh dunia bagai bola salju.

##### **b). *Derivatif Subprime***

Kredit-kredit perumahan oleh bank yang bersangkutan dikumpulkan dan kemudian disekuritisasi. Ini adalah suatu proses menstranformasikan kredit pemilikan rumah menjadi surat berharga (sekuritas). Istilah yang sering digunakan untuk sekuritas yang dijamin oleh kredit pemilikan rumah tersebut adalah *mortgage back securities* (MBS) dengan varian yang bernama *collateralized debt obligation* (CDO).

Nasabah kredit perumahan tetap membayar cicilan kepada bank asalnya, tapi bank itu kemudian meneruskan pembayarannya kepada investor yang membeli MBS ataupun CDO. Jika pembayaran cicilan lancar, pembayaran dari bank kepada pemegang MBS dan CDO juga lancar. Namun karena pembayaran cicilan mulai seret, pembayaran kepada investor pembeli surat berharga juga tersendat.

Proses sekuritisasi kedua sekuritas tersebut banyak dibantu oleh lembaga keuangan yang awalnya didirikan pemerintah Amerika, yaitu Fannie Mae dan Freddie Mac. Mereka berfungsi sebagai penjamin (underwriter), karena fungsinya tersebut, akhirnya mereka juga memiliki sekuritas MBS dan CDO, dengan alasan karena ada yang tidak laku atau sengaja untuk memilikinya. Dengan peran yang seperti itu, begitu terjadi kisruh pembayaran MBS dan CDO, pasar memperkirakan kedua lembaga tersebut yang sahamnya sudah dicatatkan di NYSE itu pasti rugi besar. Investor pemegang saham kedua lembaga tersebut rame-rame menjual sahamnya sehingga menyebabkan anjloknya harga saham, dan akhirnya pemerintah menolong kedua lembaga tersebut.

Lembaga lain yang memiliki MBS dan CDO antara lain bank besar seperti Citigroup. Karena nilai kedua jenis surat utang tersebut jatuh, akhirnya membuat bank tersebut rugi, dan investor pun melepas saham bank tersebut, sehingga harga saham mereka pun juga ikut anjlok.

Beberapa bank investasi juga banyak yang memiliki MBS dan CDO, sehingga mereka pun kut merugi. Tapi ternyata adalah masalah lain yang lebih besar yaitu ditemukannya derivative lain yang disebut dengan credit default swap (CDS). Instrumen ini tujuannya baik yaitu memberikan asuransi bagi pemilik jika kredit atau obligasi (termasuk MBS dan CDO) yang mereka miliki terkena masalah.

Sebuah perusahaan yang memiliki obligasi ingin melindungi dirinya dari kemungkinan obligor gagal bayar dengan membeli asuransi yang disebut CDS. Dengan cara ini, mereka memiliki kepastian mengenai nilai obligasi itu meskipun harus bayar premi. Perusahaan yang menegeluarkan asuransi (CDS) itu dipihak lain juga harus menyisihkan dananya sebagai kolateral. Jika obligasi itu akhirnya benar-benar gagal bayar, perusahaan penerbit CDS tersebut memiliki uang untuk membayar kerugian kepada pihak yang membeli asuransi tadi. Dalam perjalanannya, perusahaan yang mengeluarkan CDS ternyata banyak yang tidak menyisihkan kolateral. Ketika MBS dan CDO mulai bermasalah, pihak asuransipun mulai banyak diklaim. Kondisi ini memaksa pemerintah Amerika membantu beberapa lembaga keuangan seperti Bear Stearnsm Merrill lynch, dan AIG. Bantuan-bantuan AS akhirnya dibuat terstruktur menjadi sebesar US \$700 miliar.

### c). **Bangkrutnya *Lehman Brothers***

Khusus untuk lehman Brothers pemerintah membiarkan jatuh. Lehman meninggalkan asset senilai Rp6000 trilyun dengan utang super jumbo Rp5750 trilyun. Tamatnya perusahaan berumur 158 tahun dengan beban utang sebesar itu segera menimbulkan badai besar di pasar keuangan dan bursa saham global. Semua indeks di bursa saham dunia anjlok tajam. Pelaku bursa panic karena kebangkrutan Lehman bakal merembet ke perusahaan lain. Mereka rame-rame melepas saham dan angkat kaki dari bursa. Harga minyak bumi juga jatuh, ini disebabkan oleh kekhawatiran bahwa krisis Lehman bakal memangkas pertumbuhan ekonomi dunia dan menekan permintaan terhadap minyak bumi. Dapat ditebak kejatuhan Lehman disebabkan kelewat besarnya uang yang ditanamkan dalam dibisnis property AS.

Krisis Lehman tidak menutup kemungkinan bakal menular ke Asia dan Eropa. Masalahnya uang milik bank atau lembaga keuangan di Asia dan Eropa banyak yangangkut di Lehman jumlahnya juga besar. Badai Lehman akhirnya juga berembus di BEI, dan saat ini IHSG hamper mendekati 1000, padahal sebelum krisis IHSG hamper

menyentuh angka 3000. Nilai rupiah terhadap dollar juga rontok bahkan pernah mencapai Rp12000 per dollar.

### **Faktor Pemercepat Krisis**

#### **a). Margin Trading**

Pembelian saham dengan fasilitas margin, artinya investor akan membeli saham dengan uang kas-nya sendiri bersama-sama dengan uang pinjaman dari broker. Di Amerika pemerintah mengeluarkan peraturan margin (*margin requirement*), yang mana membatasi jumlah proporsi kredit para broker yang dapat diberikan pada nasabah mereka terhadap pembayaran kas. Peraturan margin diterapkan guna untuk mencegah spekulasi yang berlebihan dan menjamin stabilitas harga. Saat ini minimal 50% dan investasi investor harus dibayar secara kas/tunai. *Margin requirement* dimaksudkan untuk menjamin para investor dapat mengatasi posisi mereka jika nilai investasi mereka mengalami penurunan. Jadi dengan *margin requirement*, jika harga saham jatuh cukup tajam diharapkan dapat mengurangi kemungkinan perusakan pada system keuangan. Penelitian oleh Hardouvelis dan Peristiani (Madura, 2003:324) menunjukkan bahwa volatilitas pasar saham Jepang adalah lebih tinggi ketika para investor diizinkan meminjam dengan prosentase yang lebih tinggi untuk investasi mereka.

Di Bursa Efek Indonesia (BEI) syarat untuk menjadi nasabah margin antara lain: (1) nasabah sudah memiliki rekening efek nasabah, (2) nasabah mempunyai kekayaan lebih dsri Rp 1 milyar, (3) nasabah mempunyai pendapatan lebih dari Rp 200 juta / tahun, (4) nilai pembiayaan dari anggota bursa maksimum 50%, (6) margin call sebesar 65%, (7) fasilitas margin ini hanya untuk transaksi saham yang disetujui oleh bursa untuk transaksi margin. Saham yang boleh dimargin harus likuid dan dalam waktu 6 bulan nilai transaksi per hari tidak boleh kurang dari Rp 1 milyar.

Pembelian dengan margin, investor disyaratkan membuat rekening (*margin account*) dengan broker mereka dan setor uang sesuai yang direncanakan sebagai jaminan (*collateral*). Investor diharuskan untuk mempertahankan suatu *maintenance margin*, yaitu jumlah minimum margin (modal yang dimiliki investor) yang mereka harus dipertahankan sebesar prosentase tertentu dari nilai saham. Jika harga saham turun, maka nilai modal (*equity*) investor juga turun. Akibatnya modal investor tidak lagi memenuhi prosentase tertentu minimum dari nilai saham yang ditetapkan broker. Pada kasus ini, maka investor akan menerima *margin call* dari broker, yang berarti investor diminta untuk menyetor lebih banyak jaminan (*collateral*) dan bentuknya dapat berupa uang kas atau investor menjual sahamnya (yang dibeli dengan fasilitas margin). Sebaliknya jika harga saham naik, akibatnya modal investor melebihi prosentase tertentu minimum dari nilai saham yang ditetapkan broker. Pada kasus ini, maka investor akan menerima *margin ekkses* dari broker, yang berarti investor dapat mengambil uang kasa dari broker sebesar kelebihan dana di atas nilai minimum yang telah ditetapkan investor.

Volume margin yang besar mempunyai potensi mendorong terjadinya krisis pasar modal. Penurunan yang besar harga saham di pasar mengakibatkan banyak terjadi margin call, untuk beberapa kasus mengakibatkan investor terpaksa menjual saham yang dimiliki (*holding*) jika mereka tidak mempunyai uang tunai untuk mempertahankan margin yang telah ditetapkan broker. Respon investor atas *margin call* tersebut yaitu menjual saham yang lebih banyak secara terpaksa, akan menambah tekanan jual harga saham dan akibat harga semakin terpuruk, dan akan menambah terjadinya *margin call*.

Sebagai gambaran, volume pinjaman margin yang dilaporkan oleh NYSE telah mencapai puncaknya di bulan Maret tahun 2000 sebesar 278 juta dollar, ketika kondisi pasar sangat baik (favorable). Begitu keadaan pasar memburuk, volume pinjaman margin juga turun. Serangan teroris di AS pada 11 September 2001, telah menyebabkan penurunan harga saham secara tiba-tiba, dan sekali lagi, banyak investor harus menjual saham mereka karena mereka tidak dapat memback-up rekening margin dengan uang tunai. Penjualan ini mengakibatkan tekanan jual dan mendorong harga jual semakin turun (Madura,2003:325).

Keuntungan lain bagi nasabah selain return yang lebih tinggi adalah: (1) nasabah bisa melakukan transaksi saham berlipat kali lebih besar untuk tujuan tertentu, misalnya: menborong saham dalam jumlah besar karena diprediksi harga saham akan naik banyak, (2) nasabah bisa membiayai transaksi sahamnya dengan bunga dan prosedur yang relative rendah dan mudah dari bunga pinjaman bank. Kerugian yang akan ditanggung investor juga semakin besar, manakala investor menggunakan dana pinjaman dalam investasi saham.

Resiko nasabah margin yang lain adalah: (1) nasabah bisa dikenakan bunga margin yang lebih besar apabila masa penggunaan fasilitas diperpanjang, (2) nasabah bisa menderita kerugian besar apabila dikenakan call margin oleh anggota bursa (broker) karena harga saham turun melebihi ukuran yang ada. Pada saat terjadi krisis keuangan diindikasikan banyak investor yang melakukan penjualan saham guna memenuhi call margin sehingga margin trading juga ikut memperburuk pasar saham.

#### **b). Short Selling**

*Short sale*, artinya investor melakukan order jual saham tetapi mereka sendiri tidak mempunyai saham yang akan dijual tersebut. Mereka menjual *stock short* ketika mereka mengantisipasi bahwa harga saham akan turun. Investor pada saat menjual short, mereka pada hakekatnya pinjam saham dari investor lain dan pada akhirnya harus mengembalikan lagi kepada investor di mana mereka telah meminjam saham. Jika harga saham turun pada waktu investor membeli saham di pasar ( untuk dikembalikan kepada investor dari yang mana mereka telah meminjamnya), “the short-sellers” akan memperoleh keuntungan berupa selisih harga jual pada waktu mereka menjual awal dengan apa yang mereka bayar untuk memperoleh saham guna dikembalikan pada investor dari mana mereka telah meminjam saham.

Jika *short selling* dilakukan pada saat periode pembagian dividen, maka short sellers juga harus membayar dividen yang hilang karena saham telah dipinjam. Keuntungan yang diperoleh *short sellers* adalah merupakan perbedaan antara harga penjualan awal dan harga yang harus dibayar untuk saham tersebut setelah dikurangi untuk pengganti pembayaran dividen. Resiko dari short selling adalah ketika harga saham terus mengalami kenaikan, sehingga memaksa short sellers harus membayar lebih tinggi atas saham dibandingkan harga pada saat awal menjual saham.

Salah satu ukuran tingkat posisi *short* adalah rasio antara jumlah saham yang dijual *short* dibagi dengan total jumlah saham yang beredar. Kebanyakan saham nilainya berkisar antara 0.5 s/d 2%. Prosentase yang relative tinggi (missal 3%) mengindikasikan bahwa terdapat posisi *short* di pasar dalam jumlah yang besar, yang mana mempunyai implikasi bahwa terdapat sejumlah investor yang relative besar berekspektasi harga saham akan turun.

Pada saat kondisi krisis keuangan global, diindikasikan banyak investor melakukan short selling. Investor melakukannya dengan harapan harga saham bersangkutan diharapkan akan turun pada periode mendatang. Jika harga saham turun maka investor akan memperoleh keuntungan karena mereka akan mengembalikan saham yang dipinjamnya dengan harga yang lebih rendah dibandingkan saat menjual (short selling). Simon Cawkwell dijuluki raja short selling karena keahlian memanfaatkan kondisi saat terjadi krisis keuangan global. Investor yang tinggal di London ini dapat meraup keuntungan sekitar Rp4 milyar dalam waktu sejam karena melakukan short selling. Kegiatan short selling akan menambah sisi penawaran saham, artinya akan menambah jumlah saham yang akan dijual. Jika semakin banyak investor yang melakukan short selling berarti juga semakin banyak orang yang akan menjual saham, padahal saham yang dijual tersebut bukan miliknya, tetapi hanya saham pinjaman. Akibatnya kegiatan short selling akan memperparah semakin jatuhnya harga saham. Strategi ini jika dilakukan dalam jumlah besar akan berpotensi menekan indeks. Perilaku ini dituding penyebab jatuhnya pasar saham, disamping krisis keuangan global itu sendiri tentunya. Oleh karena itu beberapa Negara misalnya di Inggris kegiatan dan Indonesia melarang kegiatan short selling.

### **Saham Syari'ah**

Krisis keuangan global telah menghempaskan seluruh pasar saham di dunia, termasuk pasar saham Indonesia. Saham syari'ah yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index (JII) juga terkena imbasnya dengan ditandai adanya penurunan JII. Penurunan JII sudah dapat diduga sebelumnya karena investor pembeli saham syari'ah tidak terbatas pada investor muslim. Seluruh investor baik muslim dan non muslim dapat bertransaksi saham syari'ah. Pada saat terjadi krisis, untuk investor asing banyak yang melepas sahamnya karena kebutuhan likuiditas dari Negara asalnya. Investor local biasanya selalu berkiblat pada investor asing, jika mereka rame-rame jual, maka investor local juga ikut melepas saham. Penurunan indeks bahkan sempat membuat pengelola bursa ikut panic, bahkan bursa sempat ditutup karena indeks turun lebih dari 10%.

Saham-saham yang dimasukkan dalam JII adalah saham-saham yang diterbitkan oleh issuer-issuer yang menjalankan aktivitas bisnis yang tidak bertentangan dengan hukum islam, seperti: judi, riba, produksi dan distribusi makanan dan minuman yang diharamkan dan merusak moral.

Persyaratan untuk dimasukkan sebagai JII hanya berfokus pada kegiatan operasional, sedangkan masalah keputusan pendanaan sangat longgar. Misalnya Dow Jones Index mensyaratkan perusahaan tidak boleh mempunyai leverage sama atau lebih dari 33%, ini tidak ada pada JII. Kalau diteliti lebih jauh, sulit untuk ditemukan perusahaan-perusahaan yang benar-benar syariah. PT Telkom misalnya, dari aspek operasional bisnis memang seluruh kegiatan perusahaan tidak bertentangan dengan syari'ah, akan tetapi kalau dilihat dari sumber dana yang digunakan tidak menutup kemungkinan digunakannya sumber dana perbankan konvensional yang dikategorikan sebagai riba. Apalagi tidak ada persyaratan leverage yang ketat sebagaimana dow jones. Terjadi percampuran yang sulit untuk dipisahkan antar syari'ah dengan non syari'ah. Oleh karena itu perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam JII tidak sepenuhnya syariah. Bagaimanapun hal ini sudah lebih baik daripada tidak ada usaha sama sekali kearah penilaian mana saham syariah dan mana saham tidak syariah. Krisis keuangan global

juga merontokkan saham-saham yang tergabung dalam JII. Krisis tidak memandang apakah saham syariah atau tidak.

### **Pelanggaran Praktek Transaksi Saham**

Krisis pasar saham di Indonesia diperburuk oleh praktek transaksi short selling dan margin trading. Fatwa Dewan Syari'ah Nasional Majelis Ulama Indonesia no: 40/DSN-MUI/X/2003, bab V pasal 5 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip SYari'ah di Bidang Pasar Modal, jelas-jelas melarang dua praktek transaksi tersebut. Pasal 5 ayat 2 (b) disebutkan bahwa bai' al-ma'dum, yaitu melakukan penjualan atas barang (efek syari'ah) yang belum dimiliki (short selling) termasuk katagori transaksi yang dilarang.

Praktek transaksi ini, biasanya dilakukan oleh investor yang berharap pada periode mendatang harga saham akan jatuh. Keyakinan itu mendorong mereka untuk meminjam saham (biasanya pinjam pada broker) kemudian dijual. Beberapa hari kemudian (sesuai perjanjian) mereka harus mengembalikan saham yang telah dipinjam sebelumnya. Jika harapan mereka benar-benar terbukti yaitu anjloknya harga saham, maka mereka akan membeli kembali saham yang telah dijual sebelumnya tentu dengan harga yang lebih murah untuk dikembalikan kepada broker yang meminjam saham. Selisih antara harga jual dan harga pembelian kembali merupakan keuntungan pelaku short selling. Pada saat krisis pasar saham yang terjadi di Indonesia, jika investor jeli pasti banyak yang melakukan praktek transaksi ini. Trend pasar saham global semua menunjukkan kejatuhan harga yang cukup signifikan. Sinyal inilah yang mendorong investor melakukan penjualan saham. Semakin banyak investor melakukan jual berarti akan terjadi tekanan penurunan harga saham yang akhirnya semakin mendorong jatuhnya harga saham. Meskipun kegiatan ini telah dilarang oleh pemerintah, tetap saja ada beberapa investor disinyalir tetap melakukan

Pasar modal syariah selain short selling juga melarang praktek transaksi dengan fasilitas margin. Fatwa Dewan Syari'ah Nasional Majelis Ulama Indonesia No:40/DSN-MUI/X/2003, bab V pasal 5 ayat 2 (e) disebutkan bahwa margin trading, yaitu melakukan transaksi atas efek syariah dengan fasilitas pinjaman berbasis bunga atas kewajiban penyelesaian pembelian efek syariah tersebut juga termasuk transaksi yang dilarang. Hampir semua broker yang ada di pasar saham Indonesia memberikan fasilitas ini. Komposisi pinjaman biasanya 100% dai dana yang disetor nasabah, misalnya tuan "X" menjadi klien broker "Y", kemudian "X" setor dan Rp 1 juta, maka investor ini akan memperoleh pinajamn senilai Rp1 juta pula. Pinjam satu juta jaminan juga satu juta, sehingga total dana mencapai dua juta, sehingga nilai jaminan satu juta tersebut tidak lagi berwujud uang tunai tetapi saham. Jika harga saham yang dibeli mengalami penurunan otomatis nilai jaminan tidak lagi satu juta, sehingga "X" harus setor uang tunai ke broker sehingga nilai naik kembali ke satu juta. Jika "X" tidak sanggup untuk setor uang tunai lagi maka saham "X" akan dijual paksa oleh broker guna untuk membayar hutangnya. Pada saat krisis pasar saham disinyalir banyak investor tidak lagi sanggup menyetor uang tunai untuk menaikkan kembali nilai jaminan, sehingga broker terpaksa menjual saham para klien-nya, dan situasi inilah diduga juga ikut memperburuk krisis pasar saham di Indonesia.

Transaksi short selling yang dilarang tidak saja terjadi di Indonesia tetapi juga dinegara lain yaitu Inggris. Saya sering berandai-andai, jika saja semua investor yang ada

di bursa baik nasional maupun global tunduk dan patuh pada syariah khususnya Fatwa Dewan Syari'ah Nasional Majelis Ulama Indonesia No:40/DSN-MUI/X/2003, tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal, maka tidak akan terjadi praktek transaksi saham dengan short selling dan margin trading, sehingga krisis pasar saham cepat selesai dan kembali pada kondisi normal.

#### **IV. KESIMPULAN**

Krisis keuangan global yang awal mulanya terjadi di Negara adi daya Amerika dengan cepat menjaral ke seluruh dunia termasuk pasar saham Negara Indonesia, yaitu ditandai anjloknya IHSG tidak terkecuali JII. Banyak factor yang menyebabkan jatuhnya pasar saham sehingga saham-saham yang dikatagori sebagai saham syariah juga anjlok. Banyak factor tersebut antara lain factor fiundamental, kondisi ekonomi makro, psikologis investor, dan praktek transaksi saham itu sendiri. Dua praktek transaksi saham yang disinyalir ikut memicu kejatuhan pasar saham adalah transaksi dengan fasilitas short selling dan margin trading, yang mana pasar modal syariah lewat Fatwa Dewan Syari'ah Nasional Majelis Ulama Indonesia No:40/DSN-MUI/X/2003, jauh sebelum krisis sudah melarangnya.

#### **DAFTAR PUSTAKA**

- Bodie, Kane and Marcus (2005), **Investment**, Sixth Edition, Singapore: the McGraw-Hill/ Irwin Companies, Inc.
- Fakhruddin dan Darmadii (2001), **Pasar Modal Di Indonesia**, Jakarta: PT Salemba Emban Patria.
- Huda dan Nasution (2007), **Investasi Pada Pasar Modal Syariah**, Kencana Prenada Media Group, Jakarta 13220.
- Husana (1993), **dasar-Dasar Teori Portfolio Dan Analisis Sekuritas**, Edisi Ketiga, Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan (UPP) AMP YKPN.
- Jogianto (2000), **Teori Portfolio Dan Analisis Investasi**, Edisi 2, Yogyakarta:BPFE
- Jones, P., **Investment Analysis And Management**, Fifth Edition, The United States of Amerika: John Wiley & Sons, Inc.
- Khajar (2008), **Manajemen Keuangan Dengan Microsoft Excel**, Semarang: Sultan Agung Press.
- Khajar (2007), **Pengantar Manajemen Keuangan**, Semarang: Sultan Agung Press.
- Khajar (2008), **Pengantar Pasar Modal**, Semarang: Sultan AGung Press.
- Madura (2003), **Financial Market and Institution**, Sixth Edition, Singapore: Thomson, South-Western.

