

**KAJIAN**  
**PASAR SEKUNDER EFEK SYARIAH**  
**DI PASAR MODAL INDONESIA**



Oleh:

Tim Kajian  
Pasar Sekunder Efek Syariah  
di Pasar Modal Indonesia

**KEMENTERIAN KEUANGAN REPUBLIK INDONESIA**  
**BADAN PENGAWAS PASAR MODAL DAN LEMBAGA KEUANGAN**  
**TAHUN 2010**

## **KATA PENGANTAR**

*Assalamu'alaikum Warahmatullahi Wabarakatuh*

Segala puji dan syukur kami panjatkan ke hadirat Allah SWT, Tuhan Yang Maha Esa, karena atas karunia dan bimbingan-Nya pelaksanaan kajian dan penulisan laporan hasil kajian Pasar Sekunder Efek Syariah di Pasar Modal Indonesia ini dapat diselesaikan. Kajian ini dilaksanakan dengan tujuan untuk memberikan kontribusi pemikiran bagi penyusunan kebijakan dalam pengembangan Pasar Modal Syariah.

Latar belakang dilakukannya kajian ini didasari pertimbangan adanya situasi dimana timbul pertanyaan tentang kesyariahan perdagangan efek syariah di pasar sekunder dari beberapa kalangan masyarakat baik dari lingkungan akademisi, investor, maupun pelaku pasar lainnya. Dewan Syariah Nasional – Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) telah menerbitkan fatwa terkait perdagangan efek syariah, yaitu termuat dalam Fatwa Nomor 40 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal. Namun demikian, masyarakat memandang implementasi penerapan fatwa tersebut masih perlu diperjelas dan dipertegas dalam suatu kerangka regulasi.

Berdasarkan hal tersebut di atas, kajian ini diharapkan dapat memberikan pencerahan bagi para pelaku pasar terkait kesyariahan terhadap mekanisme perdagangan Efek di Pasar Modal Indonesia dan juga memberikan masukan kepada pimpinan Bapepam-LK dalam rangka menyusun pedoman bagi Bapepam-LK untuk melakukan pengaturan mekanisme perdagangan Efek Syariah di pasar modal Indonesia.

Akhirnya, seluruh anggota Tim Kajian menyampaikan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada pihak-pihak yang telah banyak membantu kami dalam menyelesaikan kajian ini. Dengan segala keterbatasan dan kekurangan yang ada, Tim Kajian berharap semoga hasil kajian ini bisa dimanfaatkan oleh pihak-pihak yang membutuhkan dan dapat menjadi pedoman regulator pasar modal Indonesia dalam rangka mengembangkan pasar modal syariah. Tim Kajian menyambut dengan tangan terbuka segala kritik dan saran membangun terhadap hasil kajian ini.

*Wassalamu'alaikum Warahmatullahi Wabarakatuh.*

Jakarta, Desember 2010

Tim Kajian Pasar Sekunder  
Efek Syariah di Pasar Modal Indonesia

## Executive Summary

Perdagangan efek syariah di pasar sekunder secara umum merupakan hal yang lazim dilakukan. Dewan Syariah Nasional – Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) telah menerbitkan fatwa terkait perdagangan efek syariah, yaitu termuat dalam Fatwa Nomor 40 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal. Namun demikian, beberapa kalangan masyarakat baik dari lingkungan akademisi, investor, maupun pelaku pasar lainnya masih sering mempertanyakan kesyariahan kegiatan tersebut. Kejelasan dan ketegasan implementasi dari fatwa tersebut menjadi kunci ketenangan dan kepercayaan masyarakat terhadap kegiatan pasar sekunder efek syariah di Indonesia.

Kajian ini bertujuan untuk mengetahui mekanisme perdagangan efek di pasar modal yang sesuai dengan prinsip syariah. Hasil kajian ini diharapkan dapat memberikan masukan kepada pimpinan Bapepam-LK dalam rangka penyusunan pedoman dalam pengaturan mekanisme perdagangan efek syariah di pasar modal Indonesia.

Berdasarkan hasil analisis yang dilakukan melalui studi pustaka dan diskusi dengan narasumber diperoleh simpulan bahwa praktik perdagangan efek syariah yang ada saat ini baik di Indonesia maupun di luar negeri secara umum mempunyai prosedur dan tata cara yang sama dengan perdagangan efek konvensional. Hal tersebut dapat dilihat pada pelaksanaan transaksi nasabah, sistem perdagangan dengan mekanisme lelang berkesinambungan (*continuous auction*), jenis pasar yang digunakan dan tata cara penyelesaian dan penjaminan transaksi efek tersebut.

Transaksi efek syariah di pasar sekunder merupakan suatu kelaziman dan bagian dari kegiatan muamalah. Asumsi awal yang berlandaskan pada kaidah fikih muamalah, hukum asal transaksi efek di pasar sekunder diperbolehkan kecuali ada hal-hal yang dilarang. Selanjutnya, meskipun diperbolehkan dan merupakan suatu kelaziman, perlu ada batasan-batasan bahwa transaksi efek di pasar sekunder tersebut telah sesuai syariah atau tidak. Beberapa kegiatan terkait perdagangan efek di pasar sekunder dimungkinkan untuk dilaksanakan berdasarkan prinsip-prinsip syariah yaitu transaksi nasabah yang dilaksanakan secara tidak langsung tetapi melalui perantara pedagang efek, pelaksanaan transaksi melalui mekanisme lelang, transaksi kliring dan penjaminan transaksi efek.

Selanjutnya, ketentuan yang ada baik Peraturan Bapepam-LK maupun Bursa Efek Indonesia telah mengatur secara detil terkait dengan transaksi efek secara umum. Namun demikian, kegiatan perdagangan efek tersebut masih perlu dipertegas dari aspek kesyariahnya oleh DSN-MUI dalam bentuk opini atau fatwa yang lebih spesifik terkait dengan mekanisme perdagangan efek syariah di pasar sekunder.

Rekomendasi kajian ini yaitu perlunya opini atau fatwa khusus DSN-MUI terkait dengan pasar sekunder efek syariah, terutama yang dilakukan di Bursa Efek agar terdapat kejelasan dari sisi syariah terkait kegiatan tersebut. Perlunya pembahasan lebih lanjut yang difokuskan pada aspek kesyariahan terkait dengan transaksi efek syariah di pasar sekunder. Perlunya sosialisasi kepada seluruh *stakeholder* tentang kejelasan aspek syariah pada kegiatan pasar sekunder efek syariah. Perlunya koordinasi dan kerja sama antara Bapepam-LK, Bursa Efek Indonesia dan DSN-MUI untuk mengoptimalkan tindak lanjut dari kajian ini.

## DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR.....	ii
<i>EXECUTIVE SUMMARY</i> .....	iv
DAFTAR ISI .....	v
DAFTAR TABEL .....	vii
DAFTAR GAMBAR.....	viii
BAB I PENDAHULUAN.....	1
A. Latar Belakang Penelitian.....	1
B. Tujuan dan Manfaat Penelitian.....	3
C. Metode Penelitian .....	3
D. Ruang Lingkup Penelitian .....	4
BAB II MEKANISME TRANSAKSI EFEK DI PASAR MODAL INDONESIA .....	5
A. Mekanisme Perdagangan di Bursa Efek.....	5
1. Tahap Pembukaan Rekening dan Penyampaian Order.....	6
2. Tahap Pemrosesan Order.....	16
3. Tahap Pelaksanaan Transaksi.....	19
4. Tahap Kliring, Penjaminan dan Penyelesaian Transaksi .....	21
B. Mekanisme Perdagangan Efek di Luar Bursa ( <i>Over The Counter</i> ).....	25
1. Tahap Pembukaan Rekening dan Penyampaian Order.....	27
2. Tahap Pelaksanaan Transaksi dan Perikatan .....	28
3. Tahap Penyelesaian Transaksi dan Penyerahan Efek.....	30
C. Jenis-jenis dan Mekanisme Transaksi Efek Lainnya.....	33
1. Transaksi Marjin.....	33
2. Transaksi <i>Short Selling</i> .....	33
3. Transaksi Pinjam Meminjam Efek .....	34
4. Transaksi <i>Repurchase</i> (Repo).....	34
BAB III KONSEP DAN PRAKTIK PASAR MODAL SYARIAH TERKAIT PERDAGANGAN EFEK.....	36
A. Konsep Dasar Pasar Modal Syariah .....	36
1. Sejarah Bursa.....	39
2. Investor Mencari Keuntungan Dalam Perdagangan Efek .....	41

B. Beberapa Literatur Terkait Pasar Sekunder Untuk Efek Syariah di Pasar Modal.....	42
C. Praktik Pasar Modal Syariah Di Indonesia .....	45
1. Kronologis Pasar Modal Syariah di Indonesia .....	49
2. Perkembangan Peraturan dan Fatwa terkait Pasar Modal syariah.....	50
3. Landasan terkait Mekanisme Pasar Sekunder untuk Efek Syariah .....	52
D. Praktik Perdagangan Efek Secara Syariah di Luar Negeri.....	55
1. Timur Tengah .....	55
a. Sudan .....	55
b. Iran.....	57
c. Bahrain .....	64
d. Arab Saudi .....	70
2. Asia Pasifik.....	73
a. Malaysia .....	73
b. Australia .....	78
c. Pakistan.....	81
3. Eropa ( <i>United Kingdom</i> ) .....	84
BAB IV ANALISIS ASPEK SYARIAH TERHADAP PERDAGANGAN EFEK.....	90
A. Analisa Aspek Syariah Dalam Perdagangan Efek di Bursa .....	90
1. Perdagangan Efek Syariah di Bursa .....	92
2. Analisa Aspek Syariah Pada Tahap Pembukaan Rekening dan Penyampaian Order .....	94
3. Analisa Aspek Syariah Pada Tahap Pemrosesan Order dan Pelaksanaan	97
4. Analisa Aspek Syariah Pada Tahap Kliring, Penjaminan dan Penyelesaian .....	99
B. Analisa Aspek Syariah Dalam Perdagangan Efek di <i>Over The Counter</i> ....	103
C. Analisa Aspek Pengaturan Terkait Mekanisme Perdagangan Efek Secara Syariah.....	105
BAB V SIMPULAN DAN REKOMENDASI.....	111
A. Simpulan.....	111
B. Rekomendasi.....	112
DAFTAR KEPUSTAKAAN.....	113
LAMPIRAN .....	114

## DAFTAR TABEL

		Halaman
Tabel 1	Ringkasan Penyelenggaraan Perdagangan di <i>Tehran Stock Exchange</i>	63
Tabel 2	Ketentuan Kliring dan Penempatan di <i>Central Securities Depository of Iran</i>	64
Tabel 3	Daftar Perubahan Harga Dalam Penawaran Unit	67
Tabel 4	Sukuk dan Obligasi yang Diperdagangkan di <i>Tadawul</i>	72
Tabel 5	Daftar Anak Perusahaan di Bursa Malaysia	74
Tabel 6	Ringkasan Penyelenggaraan Perdagangan di <i>Karachi Stock Exchange</i>	83

## DAFTAR GAMBAR

		Halaman
Gambar 1	Perkembangan Jumlah Penerbitan Sukuk dan Reksa Dana Syariah	1
Gambar 2	Proses Perdagangan Efek di Bursa Efek Indonesia	6
Gambar 3	Skema Penyampaian Order Nasabah Secara Manual	14
Gambar 4	Skema Penyampaian Order Secara <i>Remote Trading</i>	15
Gambar 5	Kliring Novasi Transaksi Bursa Oleh KPEI	24
Gambar 6	Struktur Pasar Modal di Iran	58
Gambar 7	Pembagian Pasar di <i>Tehran Stock Exchange</i>	61
Gambar 8	Transaksi Efek melalui perantara Perusahaan Efek	103
Gambar 9	Transaksi Efek tidak melalui perantara Perusahaan Efek	103

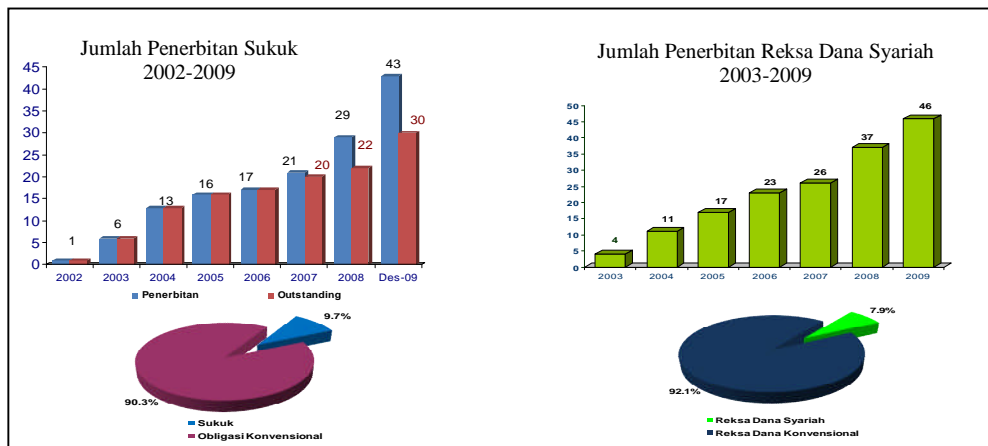
# BAB I

## PENDAHULUAN

### A. Latar Belakang Penelitian

Berdasarkan data statistik dalam Gambar 1 dapat dikatakan bahwa sampai dengan akhir tahun 2009 perkembangan pasar modal syariah cukup menggembirakan. Namun demikian, mengingat masih kecilnya *market share* produk syariah dibandingkan produk konvensional sampai saat ini, maka diperlukan upaya-upaya strategis dan taktis yang berkesinambungan untuk lebih meningkatkan perkembangan produk syariah tersebut. Dengan upaya-upaya tersebut diharapkan perkembangan pasar modal syariah dapat lebih diakselerasi sehingga pada akhirnya akan mensejajarkan posisi pasar modal syariah terhadap pasar modal pada umumnya dan meningkatkan kontribusi pasar modal syariah terhadap perkembangan perekonomian Indonesia.

Gambar 1  
Perkembangan Jumlah Penerbitan Sukuk dan Reksa Dana Syariah



Sumber: Statistik Bapepam-LK

Salah satu upaya yang dapat dilakukan Bapepam-LK adalah dengan melakukan kajian tentang pasar sekunder untuk Efek Syariah di pasar modal. Kajian ini sangat diperlukan sebagai suatu acuan bagi Bapepam-LK untuk menyusun suatu pedoman

perdagangan pasar sekunder Efek Syariah di pasar modal. Pedoman tersebut diperlukan mengingat sifat dan karakteristik pasar modal syariah yang berbeda dibandingkan dengan pasar modal pada umumnya. Sebagai contoh, perdagangan Efek Syariah di pasar modal wajib dilakukan dengan prinsip kehati-hatian dan tidak diperbolehkan melakukan spekulasi yang di dalamnya mengandung *maysir* (perjudian), *gharar* (ketidakpastian), *riba'* (bunga), *short selling* (penjualan atas Efek yang belum dimiliki), dan *najsy* (penawaran palsu).

Prinsip kehati-hatian diperlukan untuk memastikan bahwa Efek tersebut tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal baik pada saat penerbitannya, perdagangannya, maupun pada saat pelepasan Efek tersebut. Adapun pada saat penerbitannya, Bapepam-LK telah mengambil langkah-langkah strategis dengan mengeluarkan aturan terkait dengan penerbitan Efek Syariah, akad-akad yang digunakan dan kriteria serta penerbitan Daftar Efek Syariah. Sementara itu, pada saat perdagangan, Bapepam-LK belum mempunyai pedoman khusus yang mengatur mekanisme perdagangan yang sesuai syariah antara lain persyaratan Efek Syariah dapat diperdagangkan di pasar sekunder, mekanisme perdagangan yang tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah, dan hal-hal lain yang perlu diperhatikan seperti bagaimanakah batasan dari spekulasi, *short selling*, dan perdagangan marjin yang tidak sesuai dengan prinsip syariah.

Kajian ini juga diperlukan sebagai sarana untuk memberikan pemahaman bagi Pelaku pasar dan masyarakat yang seringkali menuntut perlu adanya kejelasan dan penegasan terkait kesesuaian syariah atas perdagangan Efek Syariah di pasar sekunder.

## **B. Tujuan dan Manfaat Penelitian**

Kajian ini memiliki beberapa tujuan, yaitu sebagai berikut:

1. Mengetahui mekanisme perdagangan Efek di pasar modal yang sesuai dengan prinsip syariah.
2. Memberikan masukan kepada pimpinan Bapepam-LK dalam rangka penyusunan pedoman bagi Bapepam-LK dalam pengaturan mekanisme perdagangan Efek Syariah di pasar modal.

## **C. Metode Penelitian**

Penelitian ini menggunakan pendekatan deskriptif. Laporan yang disusun berbentuk uraian (deskriptif) atas data kuantitatif maupun kualitatif yang diperoleh melalui pengumpulan data. Teknik pengumpulan data dalam penelitian ini adalah berdasarkan studi pustaka dan wawancara.

### **1. Studi pustaka**

Pendekatan ini diperlukan dalam upaya untuk mendalami materi dan sebagai informasi pelengkap atas materi atau topik yang dijadikan penelitian. Data yang digunakan antara lain peraturan kegiatan perdagangan Efek Syariah di pasar modal Indonesia dan ketentuan-ketentuan serta praktik perdagangan Efek Syariah di pasar modal baik di luar negeri.

Di samping itu, dalam studi pustaka ini juga menggunakan beberapa literatur-literatur maupun hasil penelitian yang terkait dengan kegiatan perdagangan Efek di pasar modal baik di dalam maupun di luar negeri.

### **2. Diskusi dengan Narasumber**

Tim Kajian melakukan diskusi dengan beberapa narasumber dan pihak-pihak yang dianggap kompeten berkaitan dengan kegiatan perdagangan Efek

Syariah di pasar modal<sup>1</sup>. Pihak-pihak tersebut adalah para anggota Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) dan Pejabat dan Pelaksana pada Bursa Efek Indonesia (BEI).

#### **D. Ruang Lingkup Penelitian**

Dalam kajian ini, ruang lingkup pembahasan mencakup mekanisme perdagangan Efek Syariah di pasar modal yaitu perdagangan di Bursa dan *Over The Counter*.

---

<sup>1</sup> Diskusi dilakukan pada tanggal 27 Oktober 2010 yang dihadiri oleh narasumber dari DSN-MUI (Hasanudin, M. Gunawan Yasni, Kanny Hidayat) dan PT BEI (Hari Purnomo, Erlan. S, Kris Yarismal, Irwan Abdalloh). Diskusi juga dilaksanakan pada tanggal 8 Oktober 2010 yang dihadiri narasumber dari PT BEI (Irwan Abdalloh dan Erlan S).

## **BAB II**

### **MEKANISME TRANSAKSI EFEK DI PASAR MODAL INDONESIA**

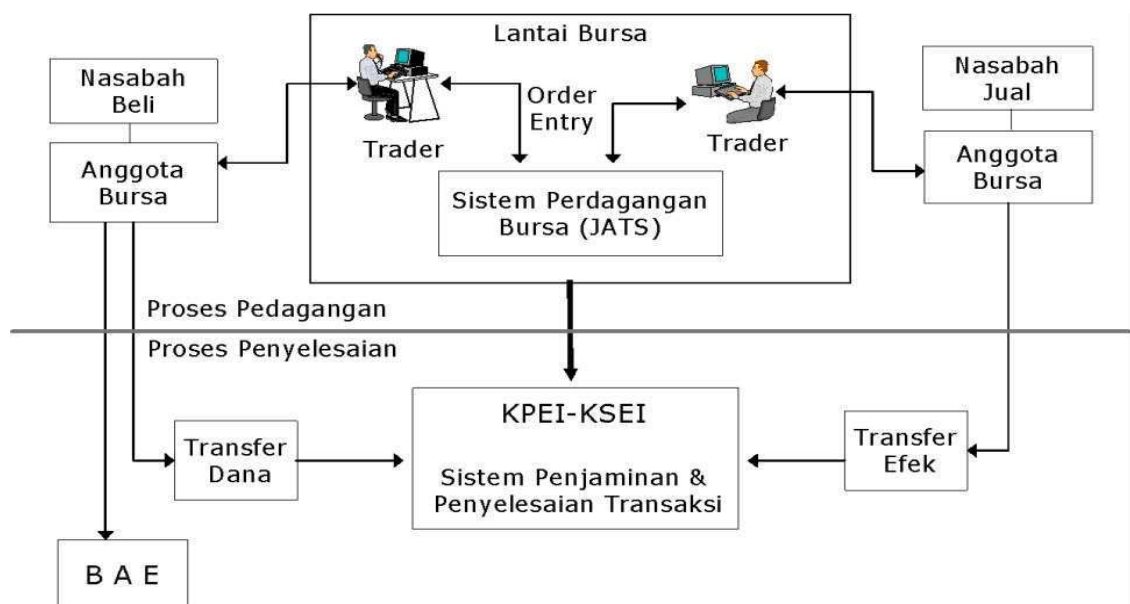
Secara umum transaksi efek di Pasar Sekunder dapat dikelompokkan dalam beberapa jenis antara lain berdasarkan tempat transaksi, sumber pembiayaan dan transaksi derivatif. Berdasarkan tempat maka transaksi Efek terdiri dari Bursa Efek dan di Luar Bursa Efek atau biasa disebut *Over The Counter* (OTC). Berdasarkan sumber pembiayaan maka transaksi Efek terdiri dari Transaksi Marjin dan Transaksi *Short Selling*. Sedangkan transaksi derivatif terdiri dari pinjam meminjam Efek dan *repurchase* (repo). Transaksi yang umum dilakukan di Bursa Efek dan di OTC adalah jual beli (perdagangan) sehingga uraian mekanisme kedua jenis transaksi ini perlu disampaikan dalam subbab masing-masing. Sedangkan jenis dan mekanisme transaksi lainnya dapat diuraikan dalam satu subbab tersendiri.

#### **A. Mekanisme Perdagangan di Bursa Efek**

Di Indonesia hanya terdapat satu penyelenggara kegiatan Bursa Efek yaitu PT Bursa Efek Indonesia (BEI) yang merupakan Bursa Efek hasil penggabungan dari PT Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan PT Bursa Efek Surabaya (BES) pada tahun 2007. BEI menyelenggarakan perdagangan atas hampir semua Efek yang ada dan diterbitkan di Indonesia yaitu Efek bersifat ekuitas (Saham, Waran dan Hak Memesan Efek Terlebih dahulu (HMETD), Obligasi (Obligasi Negara dan Obligasi Korporasi), Sukuk (Sukuk dan Sukuk Korporasi), Efek Derivatif (Kontrak Opsi Saham/KOS) dan Kontrak Berjangka Indeks Efek/KBIE), Unit Penyertaan Reksa Dana Yang Diperdagangkan di Bursa (*Exchange Traded Fund*/ETF), dan Efek Beragun Aset/EBA.

Perdagangan Efek di Bursa dapat dibagi menjadi beberapa tahap dimulai dari proses pembukaan rekening Efek dan penyampaian order dari nasabah kepada AB, pemrosesan order, pelaksanaan transaksi (*matching*), proses kliring, penjaminan dan penyelesaian transaksi. Secara umum tahapan tersebut berlaku untuk semua jenis Efek yang diperdagangkan di BEI, perbedaan hanya terletak pada spesifikasi transaksi seperti fraksi harga dan batasan harga yang diperkenankan. Uraian berikut ini difokuskan pada mekanisme dan spesifikasi transaksi saham, apabila ada perbedaan dengan jenis Efek lainnya, dijelaskan dalam kalimat tersendiri. Ringkasan proses perdagangan Efek di BEI dapat dilihat pada gambar berikut:

Gambar 2  
Proses Perdagangan Efek di Bursa Efek Indonesia



Sumber: PT BEI

1. Tahap Pembukaan Rekening dan Penyampaian Order
  - a) Pembukaan Rekening

Sebelum melakukan jual dan atau beli Efek, calon nasabah harus membuka rekening terlebih dahulu di Perusahaan Efek yang menjadi Anggota

Bursa (AB) dengan cara mengisi formulir pembukaan rekening. Nasabah dimaksud dapat merupakan nasabah langsung dari AB ataupun dari Perusahaan Efek Bukan Anggota Bursa (PE non AB) yang menjalin kerjasama dengan PE AB. Pada nasabah langsung, maka kontrak pembukaan rekening sepenuhnya adalah antara calon nasabah dan PE AB. Sementara pada nasabah PE Non AB, kontrak pembukaan rekening adalah antara PE AB, PE Non AB dan Nasabah.

Terkait dengan ketentuan kerjasama (kontrak) antara Perusahaan Efek dengan nasabah, diatur dalam butir 5 Peraturan Bapepam dan LK Nomor V.D.3 tentang Pengendalian Interen Perusahaan Efek dan Penyelenggaraan Pembukuan oleh Perusahaan Efek (Peraturan V.D.3) yang menyebutkan bahwa Bagian pemasaran wajib bertanggung jawab untuk membuat kontrak dengan nasabah mengenai pembukaan rekening Efek dan menerima pesanan nasabah untuk membeli atau menjual Efek, dengan ketentuan sebagai berikut:

- a. Transaksi Efek untuk kepentingan nasabah tidak dapat dilaksanakan sebelum rekening Efek dibuka atas nama nasabah yang bersangkutan, kecuali:
  - 1) membeli atau menjual saham atau unit penyertaan Reksa Dana terbuka;
  - 2) memesan Efek dalam rangka Penawaran Umum; dan
  - 3) membeli atau menjual Efek untuk kepentingan Perusahaan Efek lain, Pihak terafiliasi dengan Perusahaan Efek dimaksud, Bank, Perusahaan Asuransi, Dana Pensiun, atau Lembaga Keuangan lain;

b. Kontrak yang dimaksud dalam butir 5 huruf a harus memuat bahwa:

- 1) Efek dan dana dalam Rekening Efek tersebut dapat digunakan sebagai jaminan penyelesaian kewajiban nasabah tersebut terhadap Perusahaan Efek;
- 2) Perusahaan Efek mempunyai hak untuk membeli Efek untuk Rekening Efek, dengan tujuan untuk menutup saldo negatif Efek (*short position*);
- 3) Perusahaan Efek dapat meminta dana atau Efek dari pemegang Rekening tersebut, sebelum pelaksanaan Transaksi Efek;
- 4) Dana dan Efek dalam Rekening Efek atas nama nasabah dapat disimpan dalam Rekening Efek pada Bank Kustodian atau Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian atas nama Perusahaan Efek untuk kepentingan nasabah bersangkutan, sepanjang terdapat catatan dalam Rekening Efek pada Bank Kustodian atau Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian tersebut bahwa dana dan Efek dimaksud dimiliki oleh nasabah Perusahaan Efek; dan
- 5) Dalam hal dana menunjukkan saldo negatif dalam Rekening Efek nasabah, Perusahaan Efek dapat menggunakan Efek dalam Rekening Efek nasabah tersebut sebagai jaminan atas kredit bank atau lembaga keuangan lainnya.

c. kontrak sebagaimana dimaksud dalam angka ini harus disimpan dalam arsip pada bagian pemasaran, dilengkapi dengan dokumen:

- 1) identitas nasabah termasuk nama, alamat, nomor telepon, nomor faksimili dan NPWP;
- 2) surat kuasa dari nasabah yang berbentuk badan hukum yang memberikan wewenang kepada pejabat tertentu dari badan hukum tersebut untuk

memberikan instruksi kepada Perusahaan Efek sehubungan dengan rekening Efek nasabah tersebut;

- 3) dokumen yang diperlukan dalam rangka pemindahan Efek;
- 4) surat kuasa dari nasabah yang memberikan wewenang kepada Pihak ketiga untuk memberikan instruksi kepada Perusahaan Efek sehubungan dengan rekening Efek nasabah;
- 5) kontrak pengelolaan Reksa Dana yang memberikan kewenangan kepada Manajer Investasi untuk memberikan instruksi yang berhubungan dengan rekening Efek Reksa Dana; dan
- 6) formulir untuk nasabah orang perseorangan sekurang-kurangnya memuat:
  - a) pekerjaan;
  - b) status perkawinan;
  - c) tujuan investasi; dan
  - d) keadaan keuangannya;

Sedangkan menurut Peraturan Bapepam dan LK Nomor V.D.10 tentang Prinsip Mengenal Nasabah Oleh Penyedia Jasa Keuangan Di Bidang Pasar Modal angka 9 huruf b dan c poin 1, calon nasabah perorangan wajib menyampaikan dokumen pendukung sebagai berikut:

- 1) Nama, alamat/tempat tinggal, tempat dan tgl lahir, status perkawinan, kewarganegaraan;
- 2) Keterangan pekerjaan;
- 3) *Specimen* tanda tangan;
- 4) Keterangan sumber dana dan tujuan penggunaan dana.

Sementara itu, untuk calon nasabah kelembagaan dokumen yang harus dilengkapi adalah:

- 1) Akte pendirian/anggaran dasar;
- 2) Izin usaha;
- 3) NPWP;
- 4) Laporan keuangan;
- 5) Struktur manajemen;
- 6) Identitas pengurus yang berwenang mewakili perusahaan;
- 7) Nama, *specimen* tanda tangan dari penerima kuasa, surat kuasa dari pejabat yang berwenang;
- 8) Keterangan sumber dana dan tujuan penggunaan dana.

Terhadap kontrak pembukaan rekening tersebut wajib dilakukan verifikasi sebelum dinyatakan disetujui dan kemudian nasabah dapat bertransaksi melalui PE AB dimaksud. Hal-hal yang perlu diverifikasi menurut Angka 9 huruf d Peraturan V.D.10 adalah:

- 1) melakukan identifikasi dan verifikasi kebenaran dokumen dan mengidentifikasi adanya hal-hal yang tidak wajar/mencurigakan;
- 2) melakukan pemeriksaan silang untuk memastikan adanya konsistensi dari informasi calon nasabah;
- 3) melakukan verifikasi yang lebih ketat terhadap calon nasabah yang dianggap dan atau diklasifikasikan mempunyai risiko tinggi terhadap pencucian uang; dan
- 4) memberikan persetujuan pembukaan rekening Efek setelah menyakini kebenaran identitas dan kelengkapan dokumen.

Sementara itu, untuk nasabah PE non AB, ada aturan tambahan dalam kontrak pembukaan rekening sebagaimana disyaratkan oleh Peraturan Bapepam dan LK Tahun 2000 Nomor V.D.9 tentang Pedoman Perjanjian Agen Perusahaan Efek Anggota Bursa Efek, yaitu Anggota Bursa Efek wajib membuat kontrak pembukaan rekening Efek yang ditandatangani oleh nasabah, Anggota Bursa Efek dan Perusahaan Efek bukan Anggota Bursa Efek, dengan ketentuan sebagai berikut:

- 1) bentuk dan persyaratan kontrak wajib dibuat sesuai dengan ketentuan angka 5 huruf c Peraturan Nomor V.D.3;
- 2) kontrak wajib menunjukkan bahwa rekening Efek dipelihara di bawah tanggung jawab Anggota Bursa Efek;
- 3) kontrak wajib memuat ketentuan yang mengatur tentang ada tidaknya pemberian kewenangan oleh nasabah kepada Perusahaan Efek bukan Anggota Bursa Efek untuk menerima pesanan secara lisan sehubungan dengan rekening Efek nasabah dimaksud pada Anggota Bursa Efek, dengan ketentuan sebagai berikut:
  - a) apabila nasabah memberikan kewenangan kepada Perusahaan Efek bukan Anggota Bursa Efek untuk menerima pesanan secara lisan, maka pesanan dimaksud wajib diteruskan kepada Anggota Bursa Efek secara tertulis, termasuk melalui formulir elektronik yang aman;
  - b) kontrak wajib memuat ketentuan bahwa Anggota Bursa Efek dapat melaksanakan semua pesanan tertulis sehubungan dengan rekening Efek nasabah yang diteruskan oleh Perusahaan Efek bukan Anggota Bursa

Efek melalui formulir atau secara elektronik yang aman, meskipun pesanan tersebut dilakukan secara lisan atau tertulis oleh nasabah;

- c) kontrak wajib memuat ketentuan yang menyatakan bahwa Anggota Bursa Efek tidak bertanggung jawab atas kesalahan yang dilakukan Perusahaan Efek bukan Anggota Bursa Efek dalam meneruskan pesanan nasabah kepada Anggota Bursa Efek; dan
- d) salinan kontrak wajib disimpan di bagian pemasaran Anggota Bursa Efek dan Perusahaan Efek bukan Anggota Bursa Efek.

Setelah nasabah diterima oleh PE AB dan mendepositkan sejumlah uang/Efek (nilai minimal nominal deposit tergantung kebijakan masing-masing Perusahaan Efek), maka yang bersangkutan dapat melakukan order jual/beli melalui PE AB dimaksud. Besaran deposit akan menjadi dasar bagi penentuan *limit trading* pertama bagi nasabah yang bersangkutan.

#### b. Penyampaian Order

Pada perdagangan Efek di BEI, penyampaian order nasabah dapat dilaksanakan melalui 3 (tiga) cara yaitu dilakukan secara manual melalui *trader* di lantai bursa (*trading floor*), perdagangan jarak jauh melalui kantor PE AB (*remote trading*) atau input order langsung oleh nasabah melalui internet (*online trading*). Dari 117 PE AB yang bertransaksi di BEI, saat ini seluruhnya sudah melakukan perdagangan secara *remote trading* dari kantor PE AB ke sistem perdagangan BEI yang dinamakan *Jakarta Automated Trading System-Next Generation* (JATS-Next G). Khusus untuk perdagangan Efek bersifat utang menggunakan sistem perdagangan *Fixed Income Trading System* (FITS), dan perdagangan Efek Derivatif KOS menggunakan sistem *Jakarta Option*

*Trading System (JOTS)* dan *derivative* KBIE menggunakan sistem perdagangan *Future Automated Trading System (FATS)*.

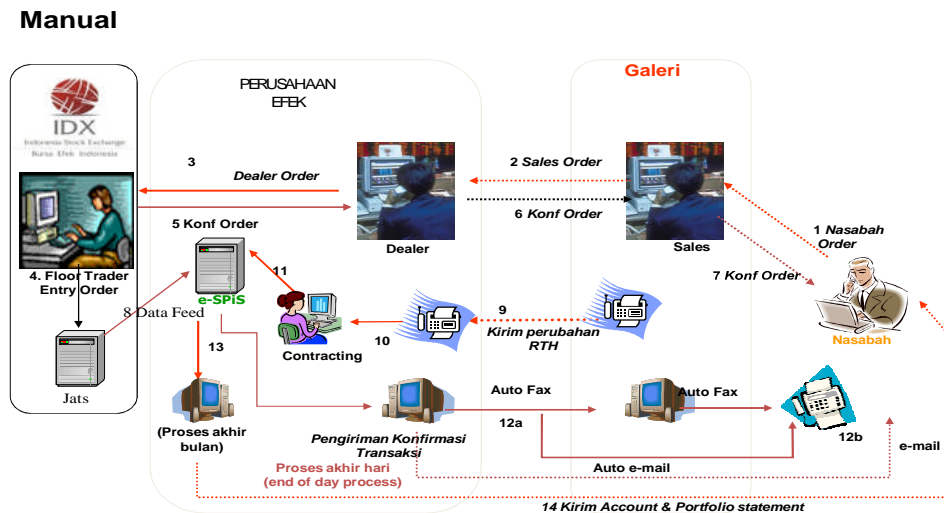
Penyampaian order nasabah secara manual melalui *floor trader* di bursa saat ini hanya berfungsi sebagai *back up* jika terjadi gangguan pada sistem/jaringan *remote trading* yang menghubungkan PE AB dengan sistem perdagangan di bursa. Untuk mekanisme order secara *online trading* saat ini baru ada 38 PE AB yang menyediakan layanan ini, selebihnya masih menggunakan fasilitas manual baik melalui fasilitas telepon, faksimili, sms atau email.

#### 1) Penyampaian Order melalui *Trading Floor*

Pada mekanisme penyampaian order secara manual, nasabah menyampaikan order jual/beli ke PE AB selaku broker dengan cara manual yaitu melalui telepon atau secara verbal di galeri ke *Sales* PE AB. Order jual/beli ini memuat informasi mengenai kode Efek, volume dan harga yang diinginkan. *Sales* akan mengisi slip order dengan informasi-informasi tersebut kemudian menyerahkannya atau menyampaikan via telepon kepada *Dealer* PE AB untuk diteruskan ke *Trader* PE AB dimaksud di lantai bursa via telepon/jaringan komunikasi perusahaan. Sebelum order nasabah diteruskan ke lantai bursa, PE AB wajib memastikan ketersediaan dana dan Efek nasabah tersebut dan mengecek *limit trading*-nya. Pengecekan *limit trading* ini biasanya dilaksanakan oleh *Dealer* beserta tim yang ditunjuk menangani *risk management* perusahaan terkait transaksi. Mekanisme penyampaian order melalui *Trading Floor* sudah sangat jarang digunakan oleh PE AB kecuali dalam keadaan darurat jika ada masalah dengan koneksi

sistem *Remote Trading*. Skema penyampaian order nasabah kepada PE AB dan PE AB kepada BEI secara manual yaitu sebagai berikut:

Gambar 3  
Skema Penyampaian Order Nasabah Secara Manual

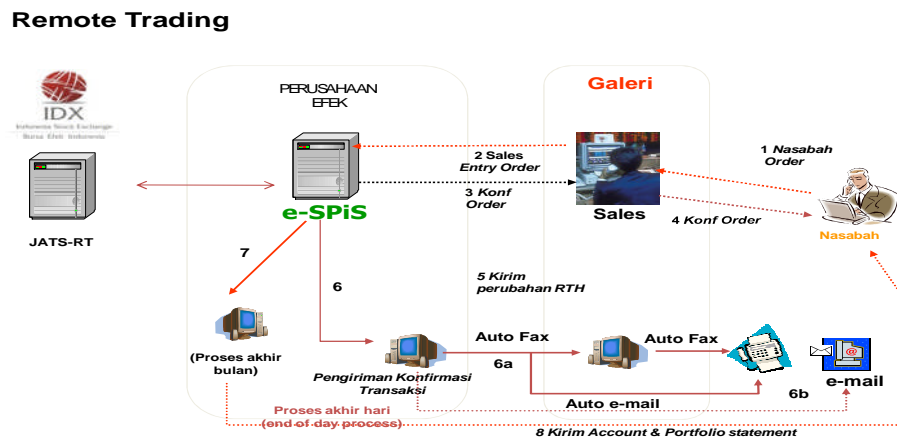


Sumber: PT BEI

## 2) Penyampaian Order Secara *Remote Trading*

Pada mekanisme perdagangan secara *remote*, fungsi *Trader* di lantai bursa digantikan oleh sistem e-SPiS yang eksekusinya dilakukan dari kantor/sistem di Perusahaan Efek yang langsung terhubung ke sistem perdagangan di Bursa yaitu *Jakarta Automated Trading System (JATS)*. Pada mekanisme *remote* ini, *limit trading* setiap nasabah juga ditentukan oleh sistem di dalam e-SPiS, tidak dihitung secara manual seperti halnya dalam transaksi manual, sehingga jika terdapat order yang melebihi *limit trading*-nya secara otomatis akan langsung ditolak. Sementara prosedur order dari nasabah ke PE AB tetap sama seperti pada mekanisme order secara manual.

Gambar 4  
Skema Penyampaian Order Secara *Remote Trading*



Sumber: PT BEI

### 3) Penyampaian Order Secara *Online*

Pada mekanisme penyampaian order nasabah secara *online*, nasabah, menggunakan aplikasi *online trading* PE AB dimana ia bertransaksi, dapat menginput order secara langsung ke e-SPiS PE AB tersebut yang kemudian secara *remote* akan meneruskan order tersebut ke JATS-RT. Beberapa perbedaan/keunggulan dari penyampaian order secara *online* ini dibandingkan mekanisme *remote* tanpa *online* dan mekanisme manual adalah sebagai berikut:

- a) Input order dapat dilakukan dari mana saja tanpa melalui *Sales/Dealer* PE AB menggunakan PC, Laptop, *smart phone* maupun *mobile phone* selama ada jaringan internet dan aplikasi tertentu dari PE AB tempat si nasabah membuka rekening Efek.
- b) Input order dapat dilaksanakan kapan saja, tidak terbatas pada jam perdagangan. Order-order tersebut akan masuk ke sistem bursa ketika jam perdagangan dibuka sesuai dengan urutan masuknya.

c) *Limit trading* ditentukan oleh *risk management system* di dalam e-SPiS.

Jika order nasabah diluar rentang limit tradingnya, maka order tersebut akan ditolak oleh sistem.

d) Nasabah dapat melihat posisi dana dan Efeknya serta posisi ordernya secara *real time* setiap saat.

Skema untuk mekanisme *online trading* secara umum hampir sama dengan *remote trading*, hal yang membedakan bahwa pada mekanisme secara *online order* tidak melalui galeri (*Sales*) PE AB tapi di *by-pass* melalui sistem.

## 2. Tahap Pemrosesan order

Order yang telah disampaikan oleh PE AB dalam sistem perdagangan baik secara manual, *remote* maupun *online* akan diproses oleh sistem JATS secara elektronik. Proses order tersebut dibedakan pada masing-masing pasar yang berbeda sesuai dengan pilihan pasar dari nasabah baik pasar reguler, tunai maupun pasar negosiasi. Perdagangan Efek di BEI mayoritas dilakukan pada pasar reguler dengan waktu penyelesaian tiga hari bursa setelah transaksi terjadi (T+3). Oleh karena itu, uraian selanjutnya akan difokuskan pada transaksi di pasar reguler.

Dalam melakukan proses order dan transaksi terdapat beberapa ketentuan dan spesifikasi yang disyaratkan dalam peraturan BEI antara lain terkait dengan jenis pesanan, satuan perdagangan (*round lot*), satuan perubahan harga (fraksi harga) dan penolakan otomatis (*auto rejection*).

### a) Jenis pesanan

Pesanan yang dapat dilaksanakan di Bursa oleh PE AB adalah hanya pesanan terbatas (*limit order*), yaitu pesanan yang dilaksanakan oleh Anggota Bursa sampai dengan batas harga yang ditetapkan oleh nasabahnya.

b) Satuan perdagangan (*round lot*)

Perdagangan di Pasar Reguler dan Pasar Tunai dilakukan dalam satuan perdagangan (*round lot*) Efek atau kelipatannya, yaitu 500 (lima ratus) Efek sedangkan perdagangan di Pasar Negosiasi tidak menggunakan satuan perdagangan (*odd lot/tidak round lot*). Khusus untuk satuan perdagangan KOS yaitu 10.000 saham per satu kontrak.

c) Fraksi Harga

Penetapan fraksi harga dibedakan sesuai dengan kelompok harga masing-masing Efek:

- 1) Harga Efek di bawah harga Rp 200,-, fraksi harganya Rp 1,- dengan maksimum jenjang perubahan Rp 10,-;
- 2) Harga Efek antara Rp 200,- s.d. di bawah Rp 500,-, fraksi harganya Rp 5,- dengan maksimum jenjang perubahan Rp 50,-;
- 3) Harga Efek mulai Rp 500,- s.d. di bawah harga Rp 2.000,-, fraksi harganya Rp 10,- dengan maksimum jenjang perubahan Rp 100,-;
- 4) Harga Efek mulai dari Rp 2.000,- s.d. di bawah Rp 5.000,-, fraksi harganya Rp 25,- dengan maksimum jenjang perubahan Rp 250,-;
- 5) Harga di atas Rp 5.000,-, fraksi harganya Rp 50,- dengan maksimum jenjang perubahan Rp 500,-.

Khusus untuk fraksi harga atas premium KOS dan ETF adalah Rp 1,- dengan jenjang perubahan harga maksimum Rp. 10,-, fraksi harga untuk KBIE adalah 0,01 poin indeks maksimal 5 poin indeks, dan fraksi harga atas Efek bersifat utang dinyatakan dalam persentase (%) yaitu 0,001 basis poin.

d) *Auto Rejection*

*Auto rejection* merupakan penolakan order secara otomatis jika harga penawaran jual/beli melewati batas harga tertentu baik ke atas maupun ke bawah harga saat itu. Batasan *auto rejection* yang berlaku saat ini yaitu:

- 1) Harga penawaran jual atau penawaran beli saham lebih kecil dari Rp 50,- (lima puluh rupiah);
- 2) Harga penawaran jual atau penawaran beli saham lebih dari 35% (tiga puluh lima perseratus) di atas atau di bawah Acuan Harga untuk Saham dengan rentang harga Rp 50,- (lima puluh rupiah) sampai dengan dari Rp 200,- (dua ratus rupiah);
- 3) Harga penawaran jual atau penawaran beli saham lebih dari 25% (dua puluh lima perseratus) di atas atau di bawah Acuan Harga untuk Saham dengan rentang harga Rp 200,- (dua ratus rupiah) sampai dengan dari Rp 5.000,- (lima ribu rupiah);
- 4) Harga penawaran jual atau penawaran beli saham lebih dari 20% (dua puluh perseratus) di atas atau di bawah Acuan Harga untuk Saham dengan rentang harga di atas Rp 5.000,- (lima ribu rupiah).

Penerapan *Auto Rejection* terhadap harga di atas, untuk perdagangan saham hasil penawaran umum yang untuk pertama kalinya diperdagangkan di bursa (perdagangan perdana), ditetapkan sebesar 2 (dua) kali dari persentase batasan *auto rejection* tersebut di atas. Sedangkan acuan harga yang digunakan untuk pembatasan harga penawaran tertinggi atau terendah atas saham yang dimasukkan ke JATS dalam perdagangan saham di Pasar Reguler dan Pasar Tunai ditentukan sebagai berikut:

- 1) Menggunakan harga pembukaan (*Opening Price*) yang terbentuk pada sesi Pra-Pembukaan; atau
- 2) Menggunakan harga penutupan (*Closing Price*) di Pasar Reguler pada Hari Bursa sebelumnya (*Previous Price*) apabila *Opening Price* tidak terbentuk; dan
- 3) Dalam hal Perusahaan Tercatat melakukan tindakan korporasi, maka selama 3 (tiga) Hari Bursa berturut-turut setelah berakhirnya perdagangan saham yang memuat hak (periode *cum*) di Pasar Reguler, acuan harga di atas menggunakan *Previous Price* dari masing-masing Pasar (Reguler atau Tunai).

Khusus untuk perdagangan derivatif *Auto Rejection* ditetapkan sebesar 20% dan Obligasi sebesar 2,5% dari dari *previous price*.

### 3. Tahap pelaksanaan transaksi

Pelaksanaan perdagangan Efek di Bursa dilakukan dengan menggunakan fasilitas JATS. Perdagangan Efek di Bursa hanya dapat dilakukan oleh PE AB yang juga menjadi Anggota Kliring (AK) KPEI. PE AB bertanggung jawab terhadap seluruh transaksi yang dilakukan di Bursa baik untuk kepentingan sendiri maupun untuk kepentingan nasabah. Terhadap transaksi yang dilakukan melalui BEI maka setiap PE AB dikenakan biaya atas penggunaan jasa sistem berupa biaya transaksi, kliring dan penyelesaian sebesar 0,03% dari nilai transaksi yang di bagi secara proporsional kepada BEI, KPEI dan KSEI. Sedangkan biaya transaksi (*fee broker*) yang dikenakan oleh PE AB kepada nasabahnya berkisar antara 0,2% s.d. 0,5% dari nilai transaksi baik untuk transaksi beli maupun transaksi jual.

PE AB bertanggung jawab terhadap penyelesaian seluruh Transaksi Bursa atas nama Anggota Bursa Efek yang bersangkutan sebagaimana tercantum dalam Daftar Transaksi Bursa (DTB), termasuk Transaksi Bursa yang terjadi antara lain karena:

- a) kesalahan Peralatan Penunjang dan atau aplikasi Anggota Bursa Efek dalam rangka *Remote Trading* kecuali kesalahan perangkat lunak JONEC yang disediakan oleh Bursa;
- b) kelalaian atau kesalahan Penanggung Jawab Pesanan dan Perdagangan (PJPP) dalam melaksanakan penawaran jual dan atau permintaan beli ke JATS;
- c) kelalaian atau kesalahan IT *Officer-RT* dalam pengoperasian Peralatan Penunjang dan atau aplikasi Anggota Bursa Efek; dan atau
- d) adanya akses yang tidak sah yang dilakukan melalui Peralatan Penunjang dan atau aplikasi Anggota Bursa Efek.

Penawaran jual dan atau permintaan beli yang telah dimasukkan ke dalam JATS diproses oleh JATS dengan memperhatikan:

- a. Prioritas harga (*price priority*)

Permintaan beli pada harga yang lebih tinggi memiliki prioritas terhadap permintaan beli pada harga yang lebih rendah, sedangkan penawaran jual pada harga yang lebih rendah memiliki prioritas terhadap penawaran jual pada harga yang lebih tinggi.

- b. Prioritas Waktu (*time priority*)

Jika penawaran jual atau permintaan beli diajukan pada harga yang sama, JATS memberikan prioritas kepada permintaan beli atau penawaran jual yang diajukan terlebih dahulu. Pengurangan jumlah Efek pada JATS baik pada penawaran jual maupun pada permintaan beli untuk tingkat harga yang sama

tidak mengakibatkan hilangnya prioritas waktu. Sedangkan penambahan jumlah Efek baik pada penawaran jual maupun permintaan beli untuk tingkat harga yang sama diperlakukan sama dengan penawaran jual maupun permintaan beli baru. Transaksi Bursa di Pasar Reguler dan Pasar Tunai terjadi dan mengikat pada saat penawaran jual dijumpakan (*match*) dengan permintaan beli oleh JATS.

Terkait dengan saat mengikatnya suatu Transaksi Bursa, angka 5 huruf f Peraturan Bapepam dan LK Nomor III.A.10 tentang Transaksi Efek menyebutkan bahwa Transaksi Bursa yang negosiasinya terjadi secara otomatis mengikat pada saat penawaran beli dan penawaran jual bertemu melalui sistem komputer, dan transaksi tersebut hanya dapat dibatalkan apabila disetujui oleh Anggota Bursa Efek beli, Anggota Bursa Efek jual, dan Bursa Efek pada hari yang sama sebelum Kliring dilaksanakan. Dalam huruf g menyebutkan bahwa Transaksi Bursa yang terjadi sebagai akibat negosiasi langsung antar Anggota Bursa Efek mulai mengikat pada saat sebagaimana diatur oleh peraturan Bursa Efek yang dapat didasarkan pada konfirmasi yang disampaikan oleh Anggota Bursa Efek beli, Anggota Bursa Efek jual, atau keduanya, dengan atau tanpa persetujuan atas konfirmasi dimaksud.

#### 4. Tahap Kliring, Penjaminan dan Penyelesaian Transaksi

Kliring (*clearing*) merupakan suatu istilah dalam dunia perbankan dan keuangan menunjukkan suatu aktivitas yang berjalan sejak saat terjadinya kesepakatan suatu transaksi sampai selesainya pelaksanaan kesepakatan tersebut. Secara umum kliring melibatkan lembaga keuangan yang memiliki permodalan yang kuat yang dikenal dengan sebutan Mitra Pengimbang Sentral (MPS) atau disebut juga *Central Counterparty* (CCP). CCP ini menjadi pihak dalam setiap transaksi yang terjadi baik sebagai penjual maupun sebagai pembeli. Dalam hal

terjadinya kegagalan penyelesaian atas suatu transaksi maka pelaku pasar menanggung suatu risiko kredit yang distandarisasi CCP<sup>2</sup>.

Kliring dan Penjaminan Efek di Indonesia dilaksanakan oleh PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) selaku Lembaga Kliring dan Penjaminan sebagaimana dimaksud dalam Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, yang dibentuk untuk menyediakan jasa kliring dan penjaminan penyelesaian transaksi bursa yang teratur, wajar dan efisien. Sedangkan kegiatan penyelesaian transaksi dilaksanakan oleh PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) selaku Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian. Dalam melaksanakan fungsinya KPEI melaksanakan dua fungsi yaitu fungsi kliring dan fungsi penjaminan. Ruang lingkup kegiatan kliring yaitu melaksanakan kegiatan kliring atas semua transaksi Bursa untuk produk Ekuitas, Derivatif dan Obligasi pada PT BEI, dan melaksanakan proses penentuan hak dan kewajiban Anggota Kliring yang timbul di Transaksi Bursa. Sedangkan ruang lingkup kegiatan penjaminan yaitu melaksanakan penjaminan penyelesaian Transaksi Bursa untuk produk ekuitas dan produk derivatif, dan memberikan kepastian dipenuhinya hak dan kewajiban bagi AK yang timbul dari Transaksi Bursa.

KPEI menyediakan jasa penjaminan penyelesaian Transaksi Bursa bagi AK yang bertransaksi di BEI. Jasa penjaminan adalah jasa untuk memberikan kepastian dipenuhinya hak dan kewajiban AK yang timbul dari Transaksi Bursa. Dengan kata lain fungsi penjaminan bertujuan memberi kepastian terselenggaranya Transaksi Bursa bagi AK yang sudah memenuhi kewajibannya, kepastian waktu penyelesaian, penurunan frekuensi kegagalan penyelesaian transaksi, dan pada

---

<sup>2</sup> Rippati, Kirsi(2004), *A Central Counterparty (CCP) is an entity that interposes itself between transacting counterparties – a seller vis-à-vis the original buyer and a buyer vis-à-vis the original seller – to guarantee execution of the transaction.*

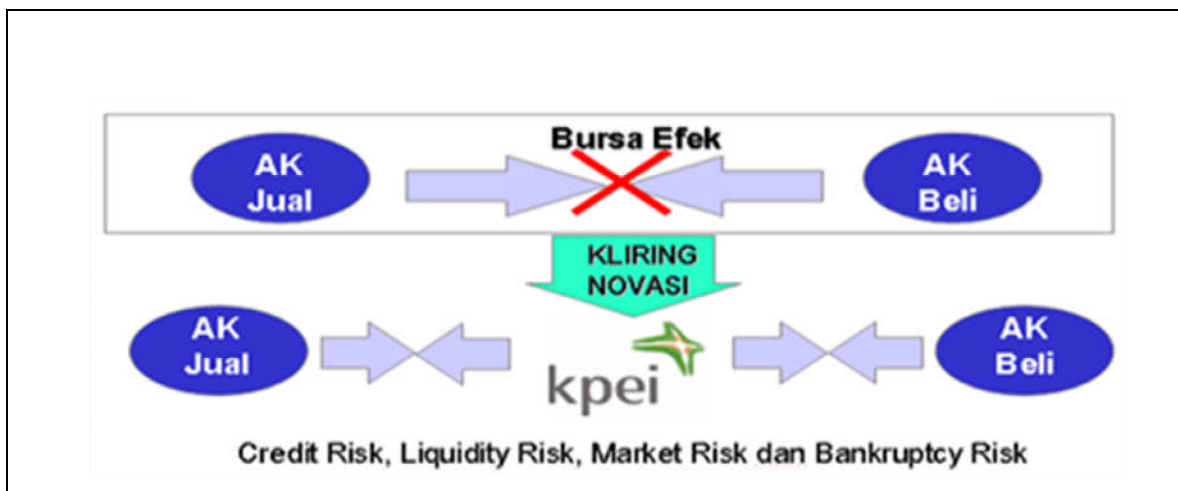
akhirnya meningkatkan kepercayaan investor untuk bertransaksi di pasar modal Indonesia. Penjaminan penyelesaian Transaksi Bursa adalah kewajiban KPEI untuk seketika dan langsung mengambil alih tanggung jawab AK yang gagal memenuhi kewajiban yang terkait dengan Transaksi Bursa yang dilakukannya. Dalam melaksanakan fungsi penjaminan penyelesaian Transaksi Bursa KPEI memungut Dana Jaminan sebesar 0,01% dari nilai transaksi, Khusus untuk Kontrak Berjangka sebesar 0,005% dan Obligasi sebesar 0,00125%. KPEI wajib menyelesaikan setiap kegagalan AK dalam melakukan transaksi Bursa. KPEI menjalankan fungsi kliring dan penjaminan melalui sistem e-CLEARs, dibantu dengan sistem manajemen risiko sebagai pendukung yaitu ARMS (*Automated Risk Monitoring System*). Sistem ARMS yang diintegrasikan dengan sistem e-CLEARs, membuat keseluruhan proses kliring dan penjaminan dapat berjalan dengan lebih selaras dan cepat sehingga memudahkan AK dalam Penyelesaian transaksi bursa.

KPEI merupakan mitra pengimbang sentral (*central counterparty*) dalam kegiatan kliring dan penyelesaian transaksi terhadap Perusahaan Efek selaku Anggota Bursa BEI. Proses kliring adalah suatu proses penentuan hak dan kewajiban Anggota Kliring (AK) yang timbul dari transaksi Efek yang dilakukannya di Bursa Efek. Adapun tujuan dari proses kliring tersebut adalah agar masing-masing AK mengetahui hak dan kewajiban baik berupa Efek maupun uang yang harus diselesaikan pada tanggal penyelesaian Transaksi Bursa.

KPEI menggunakan pendekatan *netting* dengan novasi dalam melakukan kliring Transaksi Bursa untuk produk berupa ekuitas, derivatif dan obligasi. *Netting* merupakan kegiatan Kliring yang menimbulkan hak dan kewajiban bagi setiap anggota Kliring untuk menyerahkan atau menerima saldo Efek tertentu untuk setiap jenis Efek yang ditransaksikan dan untuk menerima atau membayar sejumlah uang

untuk seluruh Efek yang ditransaksikan. Sedangkan novasi adalah peralihan hubungan hukum antara AK beli dengan AK jual menjadi hubungan hukum antara AK beli dengan KPEI (penjual) dan AK jual dengan KPEI (pembeli). Kliring novasi Transaksi Bursa yang dilakukan KPEI dapat dilihat pada diagram berikut:

Gambar 5  
Kliring Novasi Transaksi Bursa Oleh KPEI



Sumber: KPEI

Kliring secara *netting* dengan novasi diterapkan bagi seluruh Transaksi Bursa yang terjadi di setiap segmen pasar, yaitu Pasar Reguler dan Pasar Tunai. Sistem yang digunakan adalah e-CLEARs (*Electronic Clearing & Guarantee System*), *Risk Monitoring On Line (R-Mol)* & *Cash Management* produk derivatif, dan sistem e-BOCS untuk transaksi Obligasi.

Kegiatan kliring dilaksanakan oleh KPEI setelah sesi perdagangan kedua pada hari yang sama dengan Transaksi Bursa (T+0). Hasil kliring tersebut diterbitkan dalam bentuk Daftar Hasil Kliring (DHK) yang selanjutnya disampaikan kepada semua AK dan KSEI. DHK tersebut digunakan untuk penyelesaian transaksi Efek dan dana pada hari ketiga setelah transaksi terjadi (T+3). Pada tahap ini, KPEI mengecek kecukupan posisi Efek dan atau dana PE AB

(Anggota Kliring) di rekening serah (002) terhadap posisi kewajiban dan hak PE AB (Anggota Kliring) tersebut sesuai dengan hasil *netting*.

Berdasarkan instruksi penyelesaian (*settlement instructions*), KSEI melakukan pemindahbukuan, baik Efek maupun dana pada rekening Efek PE AB. Dalam rekening Efek PE AB jual, terjadi proses dimana posisi sejumlah Efek yang akan diserahkan dalam sub rekening nasabah jual dipindahkan ke rekening serah PE AB yang selanjutnya diteruskan ke rekening KPEI.

Kemudian pada rekening terima PE AB jual, akan terjadi perpindahan dana dari rekening KPEI sejumlah hak terimanya yang selanjutnya akan dipindahkan kembali ke dalam sub rekening nasabah jual. Proses sebaliknya terjadi dalam rekening Efek PE AB beli, dimana sejumlah dana yang akan diserahkan yang terdapat di dalam sub rekening nasabah beli akan dipindahkan ke rekening serah PE AB beli dan diteruskan ke rekening KPEI. Kemudian pada rekening terima PE AB beli, akan terjadi penambahan sejumlah Efek dari rekening KPEI sebesar hak terimanya dan selanjutnya akan dipindahkan ke sub rekening nasabah beli.

## **B. Mekanisme Perdagangan Efek di Luar Bursa (*Over The Counter*)**

Sebagai salah satu bentuk pasar Efek, maka perdagangan OTC dalam pasar Efek menjadi pilihan bagi para pihak untuk melakukan transaksi jual/beli Efek selain melalui Bursa Efek. OTC menjadi tempat bertemunya penawaran beli dan jual Efek di luar Bursa Efek dengan persyaratan dan ketentuan transaksi tidak ditetapkan oleh suatu Bursa Efek melainkan oleh pihak yang bertransaksi. Oleh karena itu, transaksi tersebut lazim disebut transaksi luar Bursa Efek.

Gurong Jiang, Nancy Tang dan Eve Law mendefinisikan transaksi Luar Bursa Efek sebagai transaksi antar dua pihak dengan harga penawaran (*quotation*) yang tidak

terstandar baik yang dilakukan baik melalui perantara maupun tidak<sup>3</sup>. Sementara itu Leigh Tesfatsion mendefinisikan *Over the Counter (OTC) Markets*, adalah transaksi yang dikelola oleh para *Dealer* yang biasanya tidak mempunyai fasilitas perdagangan dan mekanisme yang jelas<sup>4</sup>. Pelakunya tidak terbatas beberapa *Dealer* lokal semata tapi bisa menyebar dari satu ke kota lainnya, bahkan lintas negara atau global.

Dari pengertian di atas dapat dijelaskan bahwa transaksi Luar Bursa adalah perpindahan kepemilikan Efek dari pihak penjual kepada pihak pembeli melalui mekanisme perdagangan dan penyelesaian yang disepakati oleh pihak tersebut tanpa mengacu pada ketentuan ataupun sistem perdagangan di Bursa Efek tertentu. Oleh karena itu, dalam transaksi OTC tidak dikenal mekanisme lelang berkesinambungan (*continuous auction*) seperti di transaksi Efek di Bursa.

Adapun pengertian Transaksi di Luar Bursa di Pasar Modal Indonesia dijelaskan dalam Peraturan Bapepam dan LK Nomor III.A.10 bahwa transaksi di Luar Bursa adalah transaksi antar Perusahaan Efek atau antara Perusahaan Efek dengan Pihak lain yang tidak diatur oleh Bursa Efek, dan transaksi antar Pihak yang bukan Perusahaan Efek. Selanjutnya Peraturan ini menegaskan dibukanya kemungkinan transaksi Luar Bursa dengan melarang Bursa Efek membuat peraturan yang melarang atau menghalangi Emiten atau Biro Administrasi Efek untuk mendaftar Efek yang diperoleh melalui Transaksi di Luar Bursa atau mensyaratkan bahwa pemindahan Efek harus didasarkan pada Transaksi Bursa.

Secara ringkas tahapan transaksi di luar bursa dapat diuraikan sebagai berikut:

---

<sup>3</sup> Guorong Jiang, Nancy Tang and Eve Law : *Electronic Trading in Hongkong and Its impact on market functioning*.

<sup>4</sup> [www.econ.iastate.edu/tesfatsi/tesfatsi@iastate.edu](http://www.econ.iastate.edu/tesfatsi/tesfatsi@iastate.edu).

## 1. Tahap Pembukaan Rekening dan Penyampaian Order

Semua Efek yang ditransaksikan di pasar sekunder berawal dari Efek hasil penawaran umum atau Efek Perusahaan Publik (keduanya lazim disebut sebagai Pasar Perdana). Untuk mentransaksikan Efek yang ditawarkan tersebut di pasar sekunder, investor harus memiliki rekening Efek di Perusahaan Efek karena salah satu syarat menjual/membeli Efek di pasar sekunder adalah memiliki rekening Efek di Perusahaan Efek. Syarat ini berlaku bagi investor yang membeli Efek langsung dari pasar perdana maupun dari pasar sekunder, namun ada perpindahan kepemilikan di pasar sekunder untuk Efek tertentu tidak mensyaratkan adanya rekening Efek. Efek tertentu dimaksud adalah Efek yang tidak tercatat di Bursa dan tidak disimpan di Perusahaan Efek/Bank Kustodian.

Di samping itu, ada ketentuan yang mengecualikan kepemilikan rekening Efek ini untuk transaksi Efek bagi kepentingan Perusahaan Efek lain, Pihak terafiliasi dengan Perusahaan Efek dimaksud, Bank, Perusahaan Asuransi, Dana Pensiun, atau Lembaga Keuangan lain. Nasabah-nasabah ini selanjutnya disebut sebagai nasabah kelembagaan.

Untuk membuka rekening di Perusahaan Efek, pembukaan rekening dimaksud mengacu pada ketentuan pembukaan rekening yang juga berlaku untuk transaksi Efek di Bursa sebagaimana diatur dalam Peraturan Bapepam dan LK Nomor V.D.3. Nasabah yang melakukan pembukaan rekening ini selanjutnya akan disebut Nasabah Pemilik Rekening.

Sedangkan untuk penyampaian order jual/beli Efek, dibedakan menjadi dua hal berdasarkan transaksi yang akan dilakukan dan pihak yang terlibat, yaitu:

- a. Transaksi dilakukan dengan melibatkan Perusahaan Efek dan nasabah pemilik Rekening.

Pemesanan disampaikan oleh nasabah pemilik rekening kepada Perusahaan Efek bersangkutan untuk kemudian disampaikan kepada pihak lawan transaksi. Pesanan disampaikan kepada pihak lawan transaksi memuat jumlah dan jenis Efek, harga, dan tanggal penyelesaian transaksi.

Pemesanan nasabah dapat ditolak atau dibatalkan oleh Perusahaan Efek bersangkutan. Pembatalan ini wajib disampaikan kepada nasabah secara tertulis pada hari yang sama. Nasabah juga dapat membatalkan pesannya 30 menit sebelum transaksi dilaksanakan untuk transaksi di Indonesia dan 24 jam untuk transaksi di luar negeri.

- b. Transaksi dilakukan tidak melibatkan Perusahaan Efek dan nasabah pemilik Rekening Efek.

Pemesanan disampaikan oleh pemilik Efek (termasuk nasabah kelembagaan) ataupun pihak yang menjadi perantara kepada pihak lawan transaksi. Hal yang dimuat dalam pemesanan, penolakan, saat pengikatan, dan pembatalan pemesanan ditentukan oleh kesepakatan pihak yang bertransaksi.

## 2. Tahap Pelaksanaan Transaksi dan Perikatan

Terkait pelaksanaan transaksi dapat dibedakan menjadi dua jenis, yaitu:

- a) Transaksi melibatkan Perusahaan Efek dan nasabah pemilik Rekening

Pada sisi Perusahaan Efek dan Nasabah Pemilik Rekening, nasabah yang melakukan transaksi melalui Perusahaan Efek hanya terikat kepada Perusahaan Efek yang melaksanakan pesannya dan tidak terikat kepada pihak lain termasuk Perusahaan Efek lain yang menjadi pihak yang terkait dengan transaksi di luar bursa. Hal ini berarti bahwa nasabah tersebut hanya memiliki

hak dan kewajiban terkait transaksi hanya kepada Perusahaan Efek tempat bertransaksi.

Adapun kewajiban Perusahaan Efek terkait adalah:

- 1) Perusahaan Efek wajib mencatat transaksi luar bursa pada tanggal transaksi tersebut mulai mengikat.
  - 2) Perusahaan Efek yang melakukan Transaksi di Luar Bursa wajib mencatat dalam rekening Gagal Terima atau Gagal Serah atas Efek untuk setiap keterlambatan penyelesaian transaksi tersebut pada tanggal yang ditentukan.
  - 3) Perusahaan Efek yang melakukan Transaksi di Luar Bursa wajib mengirim konfirmasi atas Transaksi di Luar Bursa kepada Perusahaan Efek lain atau Pihak lain yang menjadi Pihak dalam Transaksi di Luar Bursa pada tanggal transaksi tersebut dilaksanakan.
- b) Transaksi dilakukan tidak melibatkan Perusahaan Efek dan nasabah pemilik Rekening Efek.

Hak dan kewajiban pihak-pihak terkait dalam transaksi ini tidak diatur oleh Bapepam-LK. Kesepakatan atau perjanjian antara pihak lebih menjadi hal yang harus dipenuhi oleh pihak-pihak terkait. Kesepakatan dapat memuat hal antara lain tanggal perikatan (apabila ditentukan lain dari tanggal transaksi), tanggal transaksi, jumlah dan jenis Efek, harga, dan tanggal penyelesaian. Khusus untuk transaksi yang melibatkan nasabah kelembagaan, Perusahaan Efek wajib melakukan hal-hal sebagai berikut:

- 1) mencatat setiap transaksi pada tanggal transaksi tersebut mulai mengikat.
- 2) wajib mencatat dalam rekening Gagal Terima atau Gagal Serah atas Efek untuk setiap keterlambatan penyelesaian Transaksi Nasabah Kelembagaan pada tanggal yang ditentukan untuk penyelesaian transaksi tersebut.

- 3) Perusahaan Efek wajib mengirim konfirmasi kepada nasabah kelembagaan yang menjadi Pihak dalam Transaksi Nasabah Kelembagaan dengan memuat hal-hal yang sama dengan konfirmasi yang dikirim kepada nasabah pemilik rekening.

### 3. Tahap Penyelesaian Transaksi dan Penyerahan Efek

Terkait penyelesaian transaksi, dapat dibedakan dalam 2 (dua) jenis penyelesaian berdasarkan pihak yang terlibat dalam transaksi, yaitu:

- a. Transaksi melibatkan Perusahaan Efek dan nasabah pemilik Rekening.

Transaksi tersebut wajib diselesaikan oleh Perusahaan Efek dan Nasabah Pemilik Rekening pada hari penyelesaian yang disepakati pihak penjual dan pembeli tanpa memperhatikan apakah transaksi telah diselesaikan antara Perusahaan Efek dengan pihak lawan dengan ketentuan sebagai berikut:

- 1) penyelesaian Transaksi Nasabah Pemilik Rekening dilaksanakan dengan mendebit atau mengkredit Efek dan dana pada rekening Efek nasabah pada hari penyelesaian;
- 2) Perusahaan Efek bertindak sebagai Kustodian atas Efek yang tercatat dalam rekening Efek nasabah dan sebagai Pihak yang berhutang atas dana yang tercatat dalam Saldo Kredit dalam rekening Efek nasabah sesudah penyelesaian Transaksi Nasabah Pemilik Rekening;
- 3) nasabah bertanggung jawab atas kewajiban yang timbul dari setiap Posisi *Short* dan atas Saldo Debit dalam rekening Efeknya sesudah penyelesaian Transaksi Nasabah Pemilik Rekening.

- b. Transaksi dilakukan tidak melibatkan Perusahaan Efek dan nasabah pemilik Rekening Efek.

Hak dan kewajiban pihak-pihak terkait dalam penyelesaian transaksi ini tidak diatur oleh Bapepam-LK. Kesepakatan atau perjanjian antara pihak lebih menjadi hal yang harus dipenuhi oleh pihak-pihak terkait. Khusus untuk penyelesaian transaksi yang melibatkan nasabah kelembagaan, Perusahaan Efek wajib mencatat dalam rekening Gagal Terima atau Gagal Serah atas Efek untuk setiap keterlambatan penyelesaian Transaksi Nasabah Kelembagaan pada tanggal yang ditentukan untuk penyelesaian transaksi tersebut.

Terkait perpindahan kepemilikan atas Efek sebagai akibat transaksi tersebut dibedakan menjadi 2 (dua) mekanisme penyelesaian dikarenakan adanya perbedaan tempat administrasi Efek, yaitu:

1) Efek tercatat di Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI)

- a) Pihak yang bertransaksi, melalui pemegang rekening Efek, menginstruksikan pemindahbukuan Efek kepada Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI).
- b) Instruksi pemindahbukuan Efek untuk penyelesaian Transaksi di Luar Bursa dapat memuat syarat adanya pembayaran (*Delivery/Receive Versus Payment*) atau tanpa pembayaran (*Delivery/Receive Free Of Payment*).
- c) Pemindahbukuan Efek dilaksanakan KSEI pada waktu yang disepakati Pemegang Rekening Serah Efek dan Pemegang Rekening Terima Efek dengan memperhatikan jadwal waktu yang ditetapkan KSEI.

2) Efek hanya diadministrasikan oleh BAE/Emiten

Pihak yang bertransaksi menginstruksikan pemindahbukuan Efek kepada Biro Administrasi Efek (BAE)/Emiten.

Dalam praktiknya di Indonesia, transaksi Luar Bursa umumnya terjadi atas Efek bersifat utang seperti obligasi, dan sukuk, baik yang diterbitkan oleh pemerintah maupun swasta. Untuk memantau pelaksanaan transaksi Efek bersifat utang dan sukuk di Luar Bursa, secara khusus Bapepam-LK menerbitkan Peraturan Bapepam dan LK Nomor X.M.3 yang mencakup pengaturan terkait hal-hal antara lain:

a) Efek yang dilaporkan

- 1) Efek bersifat utang dan sukuk yang telah dijual melalui penawaran umum.
- 2) SUN (Surat Utang Negara), dan Efek lain yang diperdagangkan di pasar sekunder.

b) Jenis Transaksi yang dilaporkan

- 1) jenis transaksi Efek berupa jual-beli, hibah, waris, pinjam-meminjam, repo, *buy-back*, tukar-menukar, dan pemindahbukuan Efek yang dilakukan oleh pihak dengan identitas yang sama.
- 2) pengalihan Efek karena penetapan pengadilan serta pengalihan Efek karena penggabungan, peleburan, dan pengambilalihan.

c) Tata Cara Pelaporan Transaksi

- 1) dilakukan melalui partisipan, atas transaksi baik yang dilakukan melalui atau tidak melalui partisipan namun penyelesaiannya dilakukan oleh partisipan.

- 2) pihak yang bertransaksi wajib menunjuk partisipan tertentu untuk melaporkan transaksi tersebut dalam hal penyelesaian dilakukan oleh pihak bukan partisipan.

### C. Jenis-jenis dan Mekanisme Transaksi Efek Lainnya

Selain transaksi jual beli (perdagangan) Efek sebagaimana telah diuraikan di atas, terdapat beberapa jenis transaksi Efek yang umum dilakukan di Pasar Modal Indonesia antara lain transaksi marjin, transaksi *short selling*, transaksi pinjam meminjam, dan transaksi repo.

#### 1. Transaksi Marjin

Transaksi Marjin adalah transaksi pembelian Efek untuk kepentingan nasabah yang dibiayai oleh Perusahaan Efek. Ketentuan tentang Transaksi Marjin antara lain diatur dalam Peraturan Bapepam dan LK Nomor V.D.6 Tentang Pembiayaan Transaksi Efek Oleh Perusahaan Efek Bagi Nasabah Dan Transaksi *Short Selling* Oleh Perusahaan Efek (Peraturan V.D.6). Dalam peraturan tersebut antara lain ditetapkan persyaratan Perusahaan Efek, Efek dan nasabah yang dibolehkan melakukan Transaksi Marjin. Ketentuan lebih rinci terkait dengan persyaratan PE AB yang dapat melakukan transaksi Marjin diatur dalam Peraturan BEI Nomor III-I Tentang Keanggotaan Marjin dan *Short Selling*.

#### 2. Transaksi *Short Selling*

Transaksi *Short Selling* adalah transaksi penjualan Efek dimana Efek dimaksud tidak dimiliki oleh penjual pada saat transaksi dilaksanakan. Sama dengan ketentuan Transaksi Marjin, maka ketentuan terkait dengan Transaksi

*Short Selling* ditetapkan dalam Peraturan Nomor V.D.6, baik persyaratan PE, persyaratan Efek maupun nasabah Transaksi *Short Selling*.

Transaksi *Short Selling* dibatasi dengan ketentuan sebagai berikut:

- a. Harga penawaran jual yang dimasukkan dalam sistem perdagangan Bursa Efek harus di atas harga yang terjadi terakhir di Bursa Efek; dan
- b. Perusahaan Efek wajib memberi tanda “*short*” pada saat pelaksanaan order jual pada sistem perdagangan Bursa Efek.

### 3. Transaksi Pinjam Meminjam Efek

Transaksi Pinjam Meminjam Efek (PME) merupakan suatu kegiatan yang dapat dilaksanakan dalam rangkaian Transaksi Bursa. PME dapat terjadi dalam hal Anggota Bursa Efek tidak memiliki Efek yang mencukupi untuk menyelesaikan kewajibannya yang timbul akibat jual beli Efek yang dilakukannya di Bursa Efek. Tidak ada ketentuan khusus yang diterbitkan oleh Bapepam-LK terkait dengan transaksi ini. Namun terdapat beberapa ketentuan yang mendukung transaksi tersebut seperti ketentuan pasal 1 angka 28 UUPM, Peraturan Bapepam dan LK Nomor V.D.6, Peraturan KPEI II-10 tentang Jasa Pinjam Meminjam Efek Tanpa Warkat, Standar (*Form*) Perjanjian KPEI sebagai Pemberi Pinjaman (*Lender*), dan Perjanjian KPEI sebagai Peminjam (*Borrower*).

### 4. Transaksi *Repurchase* (Repo)

Transaksi Repo merupakan merupakan transaksi pinjam meminjam dana yang dilakukan oleh para pihak dengan jaminan Efek tertentu. Repo dapat dilakukan melalui peminjaman uang dengan jaminan Efek tanpa perpindahan kepemilikan Efek yang direpokan, repo seperti ini biasanya dikenal dengan

sebutan *Classic Repo*. Repo juga dapat dilakukan melalui peminjaman uang dengan jaminan Efek dimana Efek yang direpokan berpindah kepemilikannya secara hukum, repo seperti ini biasanya dikenal dengan sebutan *sell/buy back*.

Pada transaksi repo dengan mekanisme *sell/buy back* terdapat kesepakatan dimana penjual sepakat untuk menjual Efek kepada pembeli dan pembeli sepakat untuk membeli Efek tersebut pada harga tertentu, diikuti dengan kesepakatan bahwa pada tanggal tertentu pembeli akan menjual Efek tersebut kepada penjual dan penjual sepakat untuk membeli kembali Efek tersebut pada harga tertentu. Dari sisi ekonomisnya segala risiko tentang Efek yang direpokan masih ada di sisi penjual.

Harga pembelian kembali sudah ditetapkan dari awal, sehingga secara ekonomis pembeli memperoleh pendapatan tetap tanpa dipengaruhi oleh harga pasar. Secara teoritis dari sisi pembeli transaksi ini merupakan suatu transaksi peminjaman berpendapatan tetap dengan jaminan Efek. *Repo rate* (suku bunga) ditetapkan berdasarkan kesepakatan para Pihak, biasanya di atas *rate* pinjaman perbankan.

### **BAB III**

## **KONSEP DAN PRAKTIK PASAR MODAL SYARIAH TERKAIT PERDAGANGAN EFEK**

#### **A. Konsep Dasar Pasar Modal Syariah**

Pasar modal merupakan salah satu alternatif sumber pendanaan bagi perusahaan dan sekaligus sebagai sarana investasi bagi para pemodal. Implementasi dari hal tersebut adalah perusahaan dapat memperoleh pendanaan melalui penerbitan Efek yang bersifat ekuitas atau surat hutang. Di sisi lain, pemodal juga dapat melakukan investasi di pasar modal dengan membeli Efek-efek tersebut.

Kegiatan-kegiatan di pasar modal tersebut dapat dikategorikan sebagai kegiatan ekonomi yang termasuk dalam kegiatan muamalah yaitu suatu kegiatan yang mengatur hubungan perniagaan. Menurut kaidah fikih, hukum asal dari kegiatan muamalah adalah mubah (boleh), kecuali ada dalil yang jelas melarangnya.

الأصلُ في المعاملاتِ الإباحةُ إلا أن يَدُلَّ دَلِيلٌ عَلَى تَحْرِيمِهَا

*“Pada dasarnya semua bentuk muamalah boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkannya.”*

Hal ini berarti ketika suatu kegiatan muamalah seperti pembiayaan dan investasi di pasar modal baru dikenal saat ini, maka kegiatan tersebut dianggap dapat diterima kecuali terdapat larangan dalam Al Qur'an dan Hadits yang secara implisit maupun eksplisit. Beberapa larangan dalam kegiatan pembiayaan dan investasi oleh syariah antara lain adalah transaksi yang mengandung *riba'*. Larangan transaksi *riba'* sangat jelas, karena itu transaksi di pasar modal yang di dalamnya terdapat *riba'* tidak diperkenankan oleh Syariah. Syariah juga melarang transaksi yang di dalamnya

terdapat spekulasi dan mengandung *gharar* atau ketidakjelasan yaitu transaksi yang di dalamnya dimungkinkan terjadinya penipuan (*khida'*). Termasuk dalam pengertian ini, melakukan penawaran palsu (*najsy*); transaksi atas barang yang belum dimiliki (*short selling/bai'u maa laisa bimamluk*); menjual sesuatu yang belum jelas (*bai' al-ma'dum*); pembelian untuk penimbunan Efek (*ihtikar*) dan menyebarluaskan informasi yang menyesatkan atau memakai informasi orang dalam untuk memperoleh keuntungan transaksi yang dilarang (*insider trading*).

Kegiatan pembiayaan dan investasi keuangan dari aspek syariah pada prinsipnya adalah kegiatan yang dilakukan oleh pemilik harta (investor) terhadap pemilik usaha (Emiten) untuk memberdayakan Pemilik Usaha dalam melakukan kegiatan usahanya dimana pemilik harta (investor) berharap untuk memperoleh manfaat tertentu. Karena itu kegiatan investasi keuangan adalah termasuk kegiatan usaha dari pemilik harta namun secara pasif. Sehingga prinsip syariah dalam investasi dan pembiayaan keuangan pada dasarnya sama dengan pada kegiatan usaha lainnya yaitu prinsip kehalalan dan keadilan. Secara umum prinsip tersebut adalah:

- a. Investasi hanya dapat dilakukan pada aset atau kegiatan usaha yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah, dimana kegiatan usaha tersebut adalah spesifik dan bermanfaat sehingga atas manfaat yang timbul dapat dilakukan bagi hasil.
- b. Akad yang terjadi antara pemilik harta (investor) dengan pemilik usaha (Emiten), dan tindakan maupun informasi yang diberikan pemilik usaha (Emiten) serta mekanisme pasar (Bursa dan *Self Regulating Organization* lainnya) tidak boleh menimbulkan kondisi keraguan yang dapat menyebabkan ketidakpastian (*gharar*).
- c. Pemilik harta (investor) dan pemilik usaha (Emiten) tidak boleh mengambil risiko yang melebihi kemampuan (*maysir*) yang dapat menimbulkan kerugian yang sebenarnya dapat dihindari.

- d. Pemilik harta (investor), pemilik usaha (Emiten) maupun Bursa dan *Self Regulating Organization* lainnya tidak boleh melakukan hal-hal yang menyebabkan gangguan yang disengaja atas mekanisme pasar, baik dari segi penawaran (*supply*) maupun dari segi permintaan (*demand*).

Aziz B. Setiawan, salah seorang peneliti *The Indonesia Economic Intelligence*, antara lain menyebutkan bahwa dalam beberapa literatur Islam klasik memang tidak ditemukan adanya terminologi investasi, pembiayaan maupun pasar modal<sup>5</sup>. Akan tetapi sebagai suatu kegiatan ekonomi, kegiatan tersebut dapat dikategorikan sebagai kegiatan jual beli (*al bay'*). Oleh karena itu, untuk mengetahui apakah kegiatan investasi di pasar modal merupakan sesuatu yang dibolehkan atau tidak menurut syariah, perlu diketahui kegiatan-kegiatan di pasar modal terkait transaksi jual beli Efek.

Di antara yang dilarang oleh syariah adalah transaksi yang mengandung *riba'*. Larangan transaksi *riba'* sangat jelas, karena itu transaksi di pasar modal yang di dalamnya terdapat *riba'* tidak diperkenankan oleh Syariah. Syariah juga melarang transaksi yang di dalamnya terdapat spekulasi dan mengandung *gharar* atau ketidakjelasan yaitu transaksi yang di dalamnya dimungkinkan terjadinya penipuan (*khida'*). Termasuk dalam pengertian ini, melakukan penawaran palsu (*najsy*); transaksi atas barang yang belum dimiliki (*short selling/bai'u maa laisa bimamluk*); menjual sesuatu yang belum jelas (*bai' al-ma'dum*); pembelian untuk penimbunan Efek (*ihtikar*) dan menyebarluaskan informasi yang menyesatkan atau memakai informasi orang dalam untuk memperoleh keuntungan transaksi yang dilarang (*insider trading*).

---

<sup>5</sup> <http://www.iei.or.id/publicationfiles/Perkembangan%20Pasar%20Modal%20Syariah.pdf>.

## 1. Sejarah bursa

Menurut Sya'ban Muhammad Islam al-Barwary yang mengutip *Al-Basath, Hisam: al-Auraq al-Maliah ad-Dauliah*, sejarah munculnya pasar berasal dari Rumania pada abad ke lima sebelum Masehi yang disebut dengan “*Collegin Marcaterum*”<sup>6</sup>. Selanjutnya orang Yunani membuat “pasar barter” di Athena. Begitu juga orang Arab di zaman jahiliyah, dimana suku Quraisy mengadakan perjalanan musim dingin ke Yaman dan pada musim panas ke Syam. Hal ini diabadikan dalam Al-Quran surat Al-Quraisy: “karena kebiasaan orang-orang Quraisy. Mereka berpergian pada musim dingin dan musim panas”. Orang-orang Quraisy mempunyai tempat-tempat berdagang di kota-kota besar yang disebut dengan *Bazar*. Para pedagang memamerkan barang-barang, lalu mereka membuat kesepakatan harga-harga.

Adapun bursa berawal pada akhir abad ke 13 M, dimana sebuah perusahaan perdagangan dan bank tempat menukarkan uang (*money changer*) Italia melakukan perjalanan ke negeri “*al-Falender*”. Di sana mereka mengadakan pameran-pameran di kota-kota terkenal dan pusat perdagangan antar bangsa, ketika itu dikenal sebagai kota Bruge di Belgia. Pada tahun 100 berdirilah bursa di kota Bruge yang bergerak di bidang keuangan dan perniagaan. Saat itu bursa saham belumlah mempunyai sistem dan peraturan seperti saat ini, namun melalui proses dan perkembangan dalam 4 tahap<sup>7</sup>:

### a. Waktu munculnya bursa barang.

Perubahan yang terjadi dari sistem pertanian ke sistem perindustrian dan perpindahan buruh ke kota membawa dampak pertumbuhan penduduk di kota.

Perubahan ini diiringi pula dengan kebutuhan bahan makanan di kota yang

---

<sup>6</sup> Sya'ban Muhammad Islam al- Barwary, Bursa Saham Menurut Pandangan Islam.

<sup>7</sup> Ibid.

semakin meningkat. Hal ini memicu munculnya perdagangan antar bangsa atas produk-produk pertanian dan kelompok pedagang, yang menamakan dirinya dengan spekulasi. Banyak bank yang melakukan kerjasama untuk membantu para pedagang ini yang selanjutnya memunculkan bursa-bursa di berbagai tempat yang dinamakan bursa barang. Bursa barang pertama kali muncul di Paris pada tahun 1304 M.

b. Waktu transaksi dengan nota perdagangan.

Pada abad ke 13 Perancis mulai mengedarkan nota perdagangan dan surat-surat berharga lain dimana Raja Philip mengizinkan para agen perbankan melakukan transaksi dengan menggunakan sistem ini.

c. Waktu transaksi bursa saham di warung-warung minum dan pinggir-pinggir jalan.

Pada mulanya transaksi saham dilakukan pada bursa barang namun selanjutnya para pedagang keluar dari bursa barang dan mencari tempat khusus. Awalnya pedagang mencari tempat di pinggir-pinggir jalan karena dekat dengan bursa barang dan di warung-warung minum waktu hujan dan musim dingin.

Di London, setelah para pedagang keluar bursa barang mereka berkumpul di lorong-lorong dan warung-warung minum sewaktu turun hujan seperti di Kafe Jonathan.

Pada tahun 1790 M di Amerika pada masa perang kemerdekaan, pemerintah federal mengeluarkan surat utang persatuan. Transaksi atas surat utang tersebut dilakukan di kedai minuman dan di pinggir-pinggir jalan. Para agen berkumpul di bawah pohon kayu di Wall Street kemudian berpindah ke Kafe Tonitini.

d. Waktu transaksi bursa saham secara modern.

Perkembangan sektor industri dan peningkatan perekonomian serta meningkatnya transaksi di bursa saham mendorong kelahiran bursa saham yang mandiri dan membawa perubahan sistem dan peraturan-peraturan transaksi itu sendiri. Bursa London, New York dan Tokyo adalah bursa-bursa yang sangat terkenal di dunia yang pertama kali mempunyai bangunan dan sistem sendiri.

2. Investor Mencari Keuntungan Dalam Perdagangan Efek

Para ulama sepakat bahwa perdagangan saham dibolehkan secara syariah. Hal ini didasarkan atas beberapa pendapat dari ulama yaitu pendapat Ibnu Qudamah dalam *Al-Mughni* menyebutkan bahwa jika salah seorang dari dua orang berserikat membeli porsi mitra serikatnya, hukumnya boleh karena ia membeli milik pihak lain. Dr. Wahbah al-Zuhaili dalam *Al-Fiqh Al-islami wa Adillatuhu* menyebutkan bahwa Keputusan muktamar ke-7 *Majma'Fiqh Islami* tahun 1992 di Jeddah menghasilkan keputusan antara lain “boleh menjual atau menjaminkan saham dengan tetap memperhatikan peraturan yang berlaku pada perseroan”. DSN-MUI dalam Fatwa Nomor 40 Tahun 2003 juga membolehkan adanya transaksi Efek dengan batasan-batasan bahwa transaksi harus dilakukan menurut prinsip kehati-hatian serta tidak diperbolehkan melakukan spekulasi dan manipulasi yang di dalamnya mengandung unsur *dharar*, *gharar*, *riba'*, *maysir*, *ryswah*, maksiat dan kezaliman.

Pada dasarnya setiap investor melakukan investasi bertujuan untuk memperoleh keuntungan. Jika investor berinvestasi di Efek saham, investor tersebut akan memperoleh keuntungan antara lain: dividen, *capital gain*, pajak bersifat final, mempunyai hak suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham. Sedangkan jika

investor berinvestasi di obligasi atau sukuk, mereka akan memperoleh keuntungan antara lain atau imbalan, *capital gain*, *yield* rata-rata di atas suku bunga deposito. Oleh karena itu, transaksi yang dilakukan investor dalam perdagangan di pasar modal merupakan kegiatan muamalah yang bersifat *tijarah* (mencari keuntungan). Namun sesuai dengan karakteristik dari investasi yaitu *al ghurmu bi al ghurmi*, maka investor juga menghadapi potensi risiko, antara lain investor mengalami kerugian apabila terjadi *capital loss* dari penjualan Efek saham, obligasi atau sukuk dan *default* untuk Efek obligasi atau sukuk.

## **B. Beberapa Literatur Terkait Pasar Sekunder Untuk Efek Syariah di Pasar Modal.**

Dalam konteks perdagangan Efek Syariah di pasar modal, menurut Al Habshi, idealnya Efek Syariah yang diperdagangkan tersebut tidak mengandung transaksi ribawi, transaksi yang meragukan (*gharar*), dan saham perusahaan yang bergerak pada bidang yang diharamkan. Perdagangan harus bebas dari transaksi yang tidak beretika dan amoral, seperti manipulasi pasar, transaksi yang memanfaatkan orang dalam (*insider trading*), menjual saham yang belum dimiliki dan membelinya belakangan (*short selling*).

Mohammed Obaidullah (*Islamic Economics Research Center, King Abdulaziz University, Jeddah*) mengemukakan etika di pasar modal syariah, yaitu setiap orang bebas melakukan akad (*freedom contract*) selama masih sesuai syariah, bersih dari unsur riba (*freedom from al-riba*), *gharar* (*excessive uncertainty*), *al-qimar*/judi (*gambling*), *al-maysir* (*unearned income*), manipulasi dan kontrol harga (*price control and manipulation*), *dharar* (*detriment*) dan tidak merugikan kepentingan publik (*unrestricted public interest*), juga harga terbentuk secara *fair* (*entitlement to transact*

*at fair price*) dan terdapat informasi yang akurat, cukup dan apa adanya (*entitlement to equal, adequate, and accurate information*).

Sebagaimana telah diketahui secara umum bahwa transaksi Efek khususnya saham di bursa meliputi beberapa aktivitas yang saling berkaitan satu dengan yang lainnya. Aktivitas tersebut antara lain pembukaan rekening Efek dan penyampaian order secara tidak langsung tetapi melalui perantara, transaksi lelang, adanya kliring, penjaminan dan penyelesaian. Berkenaan dengan aktivitas-aktivitas tersebut, berikut ini akan diuraikan secara garis besar kaidah fiqih yang mengaturnya.

Transaksi secara tidak langsung tetapi melalui perantara merupakan hal yang umum dilakukan dalam transaksi keuangan. Transaksi ini dikatakan tidak langsung dikarenakan pihak yang bertransaksi baik penjual ataupun pembeli mewakilkan aktivitas transaksi tersebut kepada pihak lain. Berkenaan dengan hal tersebut, dalam Al-Quran surat Al-Baqarah ayat 283 Allah berfirman yang artinya “...Maka, jika sebagian kamu mempercayai sebagian yang lain, hendaklah yang dipercayai itu menunaikan amanatnya dan hendaklah ia bertakwa kepada Allah Tuhannya...”. Hadits Nabi yang diriwayatkan oleh Malik dalam *Al-Muwaththa* disebutkan bahwa “Rasulullah SAW mewakilkan kepada Abu Rafi’ dan seorang Anshar untuk mengawinkan (*qabul* perkawinan Nabi dengan) Maimunah r.a.” (HR. Malik dalam *al-Muwaththa*). Selanjutnya Umat Islam *berijma’* atas kebolehan *wakalah*, bahkan memandangnya sebagai sunah, karena hal itu termasuk jenis *ta’awun* (tolong-menolong) atas dasar kebaikan dan taqwa.

Dalam literatur lainnya, *wakalah* secara bahasa berarti menjaga (*al-hifzu*) atau pemberian kuasa (*al-tafwidh*). Para ulama sepakat membolehkan *wakalah* di dalam hal jual beli baik dengan upah atau tidak. DSN-MUI sebagai lembaga yang mengeluarkan

fatwa berkaitan dengan muamalah telah mengeluarkan Fatwa Nomor 10/DSN-MUI/IV/2000 tentang *Wakalah*. Dalam fatwa tersebut diputuskan antara lain bahwa *wakalah* dengan imbalan bersifat mengikat dan tidak boleh dibatalkan secara sepihak. Selain itu juga diputuskan bahwa hal-hal yang diwakilkan harus diketahui dengan jelas oleh orang yang diwakili, tidak bertentangan dengan syariah Islam dan dapat diwakilkan menurut syariah Islam.

Adapun beberapa pendapat ulama tentang upah atau bayaran perantara atau broker antara lain yaitu Ibnu Qudamah dalam kitab *al-Mugni wa as-syarah al Kabir* sebagaimana disebutkan oleh Sya'ban Muhammad Islam al-Barwary menyatakan: “seseorang boleh memberikan bayaran kepada perantara untuk membelikannya selembur pakaian...dan jika dia memberikan bayaran untuk menjual selembur pakaian tersebut, sah hukumnya”.

Al-Asqolani dan Ibnu Hajar dalam kitab *Fathul Barri* pada Bab *Ujroh As-simsaroh* sebagaimana disebutkan oleh Sya'ban Muhammad Islam al-Barwary menyatakan: “Ibnu Sirin dan Ibrohim berkata,”Tidak ada permasalahan dengan bayaran perantara apabila dia membeli secara tunai.”

Pelaksanaan transaksi lelang telah juga dilakukan pada jaman Rasulullah SAW. Hal ini dapat dilihat dalam Hadits Nabi yang diriwayatkan oleh Abu Dawud dan Ibnu Majah dari Anas bin Malik. Dalam hadits tersebut antara lain dijelaskan bahwa Rasulullah SAW pernah melakukan lelang atas selembur *hils* (alas yang biasanya digelar di rumah), dan sebuah *qa'b* (*qadah*, gelas) milik seorang laki-laki dari kaum Anshar. Dalam lelang tersebut, Rasulullah menggunakan metode memberikan barang tersebut kepada peserta lelang yang menawar harga dengan lebih tinggi.

Terminologi penjaminan atas suatu transaksi keuangan telah dikenal sejak jaman Rasulullah SAW. Bahkan Rasulullah SAW pernah terlibat dalam suatu transaksi penjaminan yaitu ketika Rasulullah SAW baru mau menshalatkan jenazah, setelah hutang jenazah tersebut dijamin oleh seseorang. Hal ini dijelaskan dalam hadits yang diriwayatkan oleh Bukhari dari Salamah bin Akwa.

### **C. Praktik Pasar Modal Syariah Di Indonesia**

Kegiatan pasar modal syariah di Indonesia secara umum tidak berbeda dengan kegiatan pasar modal yang telah kita kenal selama ini. Pasar modal syariah di Indonesia dilaksanakan berdasarkan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal. Berdasarkan Peraturan Bapepam-LK Nomor IX.A.13, Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal adalah prinsip hukum Islam dalam kegiatan pasar modal yang berdasarkan fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), sepanjang fatwa dimaksud tidak bertentangan dengan Peraturan ini dan/atau Peraturan Bapepam-LK yang didasarkan pada fatwa DSN-MUI.

Berkenaan dengan praktik pasar modal syariah di Indonesia di bawah ini akan diuraikan mengenai ketentuan yang mengatur pasar modal syariah, kronologis perkembangan pasar modal syariah yang terdiri dari perkembangan produk dan peraturan terkait pasar modal syariah.

Efek-efek yang dapat diperdagangkan di pasar modal syariah telah diatur dalam peraturan Bapepam-LK Nomor IX.A.13 Tentang Penerbitan Efek Syariah. Dalam peraturan tersebut didefinisikan bahwa Efek Syariah adalah Efek sebagaimana dimaksud dalam Undang-Undang Pasar Modal dan peraturan pelaksanaannya yang akad, cara, dan kegiatan usaha yang menjadi landasan penerbitannya tidak bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal. Jenis Efek yang tidak

bertentangan dengan prinsip syariah dimasukkan dalam suatu kumpulan Efek Syariah yang disebut dengan Daftar Efek Syariah.

Peraturan Bapepam-LK Nomor II.K.1 Tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah mendefinisikan Daftar Efek Syariah adalah “Kumpulan Efek Yang Tidak Bertentangan Dengan Prinsip-Prinsip Syariah Di Pasar Modal”. Jenis-Jenis Efek tersebut adalah :

- Surat Berharga Syariah Yang Diterbitkan oleh Negara Republik Indonesia
- Efek yang diterbitkan oleh Emiten atau Perusahaan Publik yang menyatakan bahwa kegiatan usaha serta cara pengelolaan usahanya dilakukan berdasarkan prinsip syariah sebagaimana tertuang dalam anggaran dasar;
- Sukuk yang diterbitkan oleh Emiten termasuk Obligasi Syariah yang telah diterbitkan oleh Emiten sebelum ditetapkannya peraturan ini;
- Saham Reksa Dana Syariah;
- Unit Penyertaan Kontrak Investasi Kolektif Reksa Dana Syariah;
- Efek Beragun Aset Syariah;
- Efek berupa saham, termasuk Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) syariah dan Waran Syariah, yang diterbitkan oleh Emiten dan Perusahaan Publik yang tidak menyatakan kegiatan usaha serta cara pengelolaan usahanya dilakukan berdasarkan prinsip syariah, sepanjang Emiten atau Perusahaan Publik tersebut;
- Efek Syariah yang memenuhi Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal yang diterbitkan oleh Lembaga Internasional dimana Pemerintah Indonesia menjadi salah satu anggotanya;
- Efek Syariah lainnya;

- Saham/Sukuk yang memenuhi prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal yang diperdagangkan di Bursa Efek di Luar Negeri;
- Surat berharga Komersial Syariah (*sharia commercial paper*) yang memenuhi prinsip syariah di Pasar Modal dan sudah mendapat peringkat dari Perusahaan Pemeringkat Efek.

Berikut ini adalah definisi Efek-efek yang diperdagangkan di Pasar Modal Syariah Indonesia berdasarkan Peraturan Bapepam-LK Nomor IX.A.13:

- Reksa Dana Syariah adalah Reksa Dana sebagaimana dimaksud dalam Undang-Undang Pasar Modal dan peraturan pelaksanaannya yang pengelolaannya tidak bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal.
- Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset Syariah adalah kontrak antara Manajer Investasi dan Bank Kustodian yang mengikat pemegang Efek Beragun Aset dimana Manajer Investasi diberi wewenang untuk mengelola portofolio investasi kolektif dan Bank Kustodian diberi wewenang untuk melaksanakan Penitipan Kolektif, yang pelaksanaannya tidak bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal.
- Efek Beragun Aset Syariah adalah Efek yang diterbitkan oleh Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset Syariah yang portofolionya terdiri dari aset keuangan yang tidak bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal.
- Sukuk adalah Efek Syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak tertentu (tidak terpisahkan atau tidak terbagi (*syuyu'/undivided share*)) atas:
  - ✓ aset berwujud tertentu (*a'yan maujudat*);
  - ✓ nilai manfaat atas aset berwujud (*manafiul a'yan*) tertentu baik yang sudah ada maupun yang akan ada;

- ✓ jasa (*al khadamat*) yang sudah ada maupun yang akan ada;
- ✓ aset proyek tertentu (*maujudat masyru' mu'ayyan*); dan/atau
- ✓ kegiatan investasi yang telah ditentukan (*nasyath istismarin khashah*).

Akad yang dapat digunakan dalam penerbitan Efek-efek tersebut di atas antara lain:

- ✓ *Mudharabah (Muqaradhah)/ Qiradh*: akad kerjasama suatu usaha antara dua pihak dimana pihak pertama (*malik, shahib al-mal, LKS*) menyediakan seluruh modal, sedang pihak kedua (*'amil, mudharib, nasabah*) bertindak selaku pengelola, dan keuntungan usaha dibagi di antara mereka sesuai kesepakatan yang dituangkan dalam kontrak.
- ✓ *Wakalah*: pelimpahan kekuasaan oleh satu pihak kepada pihak lain dalam hal yang boleh diwakilkan.
- ✓ *Musyarakah*: pembiayaan berdasarkan akad kerjasama antara dua pihak atau lebih untuk suatu usaha tertentu, dimana masing-masing pihak memberikan kontribusi dana dengan ketentuan bahwa keuntungan dan resiko akan ditanggung bersama sesuai dengan kesepakatan.
- ✓ *Salam*: bahwa jual beli barang dengan cara pemesanan dan pembayaran harga lebih dahulu dengan syarat-syarat tertentu,
- ✓ *Istishna'*: akad jual beli dalam bentuk pemesanan pembuatan barang tertentu dengan kriteria dan persyaratan tertentu yang disepakati antara pemesan (pembeli, *mustashni'*) dan penjual (pembuat, *shani'*);
- ✓ *Ijarah*: akad pemindahan hak guna (manfaat) atas suatu barang dalam waktu tertentu dengan pembayaran sewa (*ujrah*), tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan barang itu sendiri.

- ✓ *Kafalah*: jaminan yang diberikan oleh penanggung (*kafil*) kepada pihak ketiga untuk memenuhi kewajiban pihak kedua atau yang ditanggung (*makfuul' anhu, ashil*)

Sedangkan Efek-efek yang tidak boleh diperdagangkan di pasar modal syariah adalah Efek-efek yang diterbitkan tidak sesuai dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal dan transaksi yang di dalamnya mengandung unsur *dharar, gharar, riba', maysir, risywah*, maksiat dan kezaliman.

#### 1. Kronologis Pasar Modal Syariah di Indonesia.

Sejarah Pasar Modal Syariah di Indonesia dimulai dengan diterbitkannya Reksa Dana Syariah oleh PT. Danareksa Investment Management pada 3 Juli 1997. Selanjutnya, Bursa Efek Indonesia (d/h Bursa Efek Jakarta) berkerjasama dengan PT. Danareksa Investment Management meluncurkan *Jakarta Islamic Index* pada tanggal 3 Juli 2000 yang bertujuan untuk memandu investor yang ingin menginvestasikan dananya secara syariah. Dengan hadirnya indeks tersebut, maka para pemodal telah disediakan saham-saham yang dapat dijadikan sarana berinvestasi sesuai dengan prinsip syariah.

Pada tanggal 18 April 2001, untuk pertama kali Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) mengeluarkan fatwa yang berkaitan langsung dengan pasar modal, yaitu Fatwa Nomor 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksa Dana Syariah. Selanjutnya, instrumen investasi syariah di pasar modal terus bertambah dengan kehadiran Obligasi Syariah PT. Indosat Tbk pada awal September 2002. Instrumen ini merupakan Obligasi Syariah pertama dan akad yang digunakan adalah akad *mudharabah*.

Sejarah Pasar Modal Syariah juga dapat ditelusuri dari perkembangan institusional yang terlibat dalam pengaturan Pasar Modal Syariah tersebut. Perkembangan tersebut dimulai dari MoU antara Bapepam dan DSN-MUI pada tanggal 14 Maret 2003. MoU menunjukkan adanya kesepakatan antara Bapepam dan DSN-MUI untuk mengembangkan pasar modal berbasis syariah di Indonesia.

## 2. Perkembangan Peraturan dan Fatwa Terkait Pasar Modal Syariah.

Pada tanggal 23 November 2006, Bapepam-LK menerbitkan paket Peraturan Bapepam-LK terkait Pasar Modal Syariah. Paket peraturan tersebut yaitu Peraturan Bapepam dan LK Nomor IX.A13 tentang Penerbitan Efek Syariah dan Nomor IX.A.14 tentang Akad-akad yang digunakan dalam Penerbitan Efek Syariah di Pasar Modal. Selanjutnya, pada tanggal 31 Agustus 2007 Bapepam-LK menerbitkan Peraturan Bapepam-LK Nomor II.K.1 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah dan diikuti dengan peluncuran Daftar Efek Syariah pertama kali oleh Bapepam-LK pada tanggal 12 September 2007. Pada tanggal 30 Juni 2009, Bapepam-LK telah melakukan penyempurnaan terhadap Peraturan Bapepam-LK Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah dan II.K.1 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah.

Perkembangan Pasar Modal Syariah mencapai tonggak sejarah baru dengan disahkannya UU Nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) pada tanggal 7 Mei 2008. Undang-undang ini diperlukan sebagai landasan hukum untuk penerbitan Surat Berharga Syariah Negara atau Sukuk Negara. Pada tanggal 26 Agustus 2008 untuk pertama kalinya Pemerintah Indonesia menerbitkan SBSN seri IFR0001 dan IFR0002.

Dalam Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, Pasar Modal didefinisikan sebagai kegiatan yang berhubungan dengan penawaran umum dan perdagangan Efek, Emiten dan Perusahaan Publik terkait Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek tersebut.

Dengan demikian, Pasar Modal berfungsi sebagai penghubung antara perusahaan yang mencari sumber pendanaan melalui penawaran umum dan perdagangan instrumen keuangan jangka panjang berupa Efek dengan investor yang akan melakukan investasi. Dengan kata lain Pasar modal adalah sebuah tempat dimana modal diperdagangkan antara pihak yang membutuhkan modal (*issuer*) dengan pihak yang memiliki kelebihan modal (*investor*).

Efek yang diperdagangkan di pasar modal terdiri dari Efek konvensional dan Efek Syariah yang memenuhi proses perdagangan Efek melalui tahapan pasar perdana kemudian pasar sekunder.

Untuk Emiten atau perusahaan publik, pemilikan saham dapat dilakukan secara langsung dengan menempatkan modal ke dalam perusahaan pada saat penawaran perdana (*Initial Public Offering/IPO*), maupun melalui transaksi perdagangan sekunder di bursa. Baik dalam hal penawaran perdana ataupun pasar sekunder, para pemegang saham secara kelompok bertindak sebagai Pemilik Harta sedangkan perusahaan bertindak sebagai *Mudharib* karena sebagian besar pemegang saham tidak ikut aktif dalam pengelolaan perusahaan. Walaupun demikian ikatan atau akad yang terjadi bukanlah akad *Mudharabah* murni karena pemegang saham selaku pemilik harta tidak dapat sewaktu-waktu menarik dananya dari perusahaan.

Pada proses IPO suatu perusahaan, investor menempatkan dana secara langsung ke dalam perusahaan dan mendapat saham sebagai bukti kepemilikan pada

perusahaan. Sehingga pada IPO, dana hasil penjualan saham diterima oleh perusahaan dan dicatatkan sebagai modal. Sedangkan pada pasar sekunder, investor pembeli adalah pihak yang menjadi pemegang saham dengan cara mengambil alih saham perusahaan yang dimiliki oleh Investor penjual. Dengan demikian tidak terdapat penempatan dana ke dalam perusahaan dan harga transaksi pengalihan hak atas perusahaan dalam bentuk saham tidak harus berkaitan secara langsung dengan nilai perusahaan.

Dengan adanya mekanisme dan pandangan syariah seperti di atas, agar terbentuk pasar modal yang ideal perlu adanya infrastruktur informasi Bursa Efek yang transparan, tepat waktu dan merata di publik ditunjang oleh mekanisme pasar yang wajar. Mekanisme pasar tidak boleh menimbulkan kondisi keraguan yang dapat menyebabkan kerugian. Mekanisme Bursa Efek yang wajar juga menyangkut kewajaran permintaan dan penawaran.

Sebagaimana telah diuraikan sebelumnya bahwa transaksi di pasar modal adalah salah satu sarana atau cara bertransaksi yang dapat dikategorikan dalam produk muamalah. Dengan demikian, transaksi di dalam pasar modal, menurut prinsip hukum syariah tidak dilarang atau dibolehkan sepanjang tidak terdapat transaksi yang bertentangan dengan ketentuan yang telah digariskan oleh syariah. Oleh karena itu, untuk melakukan transaksi di pasar modal berbasis syariah perlu diketahui terlebih dahulu transaksi-transaksi yang tidak boleh dilakukan.

### 3. Landasan Terkait Mekanisme Pasar Sekunder Untuk Efek Syariah

Fatwa DSN-MUI Nomor 40 dan kondisi perdagangan Efek Syariah saat ini. Dalam fatwa Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) Nomor 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan

Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal, telah disebutkan bahwa transaksi yang tidak boleh dilakukan adalah transaksi yang bersifat spekulasi dan manipulasi yang di dalamnya mengandung unsur *dharar*, *gharar*, *riba'*, *maysir*, *risywah*, maksiat dan kezaliman.

Transaksi tersebut antara lain meliputi:

- a. *Najsy*, yaitu melakukan penawaran palsu;
- b. *Bai' al-ma'dum*, yaitu melakukan penjualan atas barang (Efek Syariah) yang belum dimiliki (*short selling*);
- c. *Insider trading*, yaitu memakai informasi orang dalam untuk memperoleh keuntungan atas transaksi yang dilarang;
- d. Menimbulkan informasi yang menyesatkan;
- e. *Margin Trading*, yaitu melakukan transaksi atas Efek Syariah dengan fasilitas pinjaman berbasis bunga atas kewajiban penyelesaian pembelian Efek Syariah tersebut;
- f. *Ihtikar* (penimbunan), yaitu melakukan pembelian atau dan pengumpulan suatu Efek Syariah untuk menyebabkan perubahan harga Efek Syariah, dengan tujuan mempengaruhi Pihak lain; dan
- g. Transaksi-transaksi lain yang mengandung unsur-unsur di atas.

Demikian pula, dalam Peraturan Bapepam dan LK Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah, telah dijelaskan bahwa kegiatan usaha yang bertentangan dengan prinsip syariah di pasar modal, antara lain meliputi:

- a. perjudian dan permainan yang tergolong judi;
- b. perdagangan yang dilarang menurut syariah, antara lain:
  - 1) perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang/jasa; dan
  - 2) perdagangan dengan penawaran/pemintaan palsu;

- c. jasa keuangan ribawi, antara lain:
  - 1) bank berbasis bunga; dan
  - 2) perusahaan pembiayaan berbasis bunga;
- d. jual beli risiko yang mengandung unsur ketidakpastian (*gharar*) dan/atau judi (*maysir*), antara lain asuransi konvensional;
- e. memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan dan/atau menyediakan antara lain:
  - 1) barang atau jasa haram zatnya (*haram li-dzatihi*);
  - 2) barang atau jasa haram bukan karena zatnya (*haram li-ghairihi*) yang ditetapkan oleh DSN-MUI; dan/atau
  - 3) barang atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.
- f. melakukan transaksi yang mengandung unsur suap (*risywah*);

Dengan adanya berbagai ketentuan dan pandangan syariah seperti di atas diharapkan dapat dihindari kemungkinan terciptanya kondisi *gharar* dan *maysir* serta praktik *tadlis* (ketidak sempurnaan informasi), *ihtikar* (gangguan pada penawaran) dan *najasy* (gangguan pada permintaan). Ketentuan dan fatwa tersebut berlaku baik bagi Emiten maupun bagi Investor sehingga dapat terbentuk pasar modal yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah dengan terpenuhinya 4 (empat) aspek, yaitu:

- a. Emiten dan Efek yang diterbitkannya memenuhi kaidah keadilan, kehati-hatian dan transparansi;
- b. Pelaku pasar (investor) yang telah memiliki pemahaman yang baik tentang risiko dan manfaat transaksi di pasar modal;
- c. Infrastruktur informasi Bursa Efek yang transparan dan tepat waktu yang merata di publik yang ditunjang oleh mekanisme pasar yang wajar;

- d. Pengawasan dan penegakan hukum oleh otoritas pasar modal dapat diselenggarakan secara efektif.

## **D. Praktik Perdagangan Efek Secara Syariah di Luar Negeri**

### **1. Timur Tengah**

#### **a. Sudan**

Secara umum perdagangan Efek di Sudan dilakukan melalui *the Khartoum Stock Exchange* (KSE) yang secara resmi terbentuk tahun 1994. KSE mempunyai dua segmen pasar yaitu pasar primer dan sekunder. Pasar primer untuk memperjualbelikan Efek-efek yang IPO dan sudah dimulai sejak tahun 1994; sementara itu pasar sekunder yang memperjualbelikan Efek-efek pasca IPO mulai beroperasi pada tahun 1995. Pasar sekunder di KSE dibagi dua yaitu *organized market* dan *parallel market* dimana pasar paralel diperuntukkan bagi perusahaan UKM dengan persyaratan keterbukaan yang lebih ringan. Selain saham, KSE juga memperdagangkan Efek-efek lain seperti *Exchange Traded Funds*, *Srh (Government investment certificate)* dan sertifikat *shihama* pemerintah (*musharaka*).<sup>8</sup> Perdagangan di KSE didominasi oleh perdagangan *Srh*.

Sampai tahun 2008, telah ada 53 perusahaan yang tercatat memperdagangkan sahamnya di KSE dengan nilai kapitalisasi saham berkisar USD 5 miliar. Jumlah perusahaan tercatat ini jauh lebih kecil dari jumlah perusahaan publik yang mencapai 285 perusahaan. Waktu perdagangan di KSE

---

<sup>8</sup> *Shihama* didasarkan atas *Musharakah* sedangkan *Srh* bisa didasarkan atas *Mudharabah*, *Ijarah*, *Murabahah* dan lain-lain. *Srh* didefinisikan sebagai dokumen keuangan dengan nilai nominal dalam pound Sudan (SDG), yang memberikan hak kepada pemegangnya untuk berpartisipasi dalam pembiayaan pemerintah (Kementerian Keuangan) melalui berbagai jenis pembiayaan, dengan tujuan untuk menghasilkan keuntungan. Sementara itu, *shihama* merupakan dana kolektif (*financial pool*) yang dibentuk untuk membiayai kepemilikan pemerintah di beberapa perusahaan, dimana dana kolektif tersebut dipecah menjadi surat berharga (*financial papers* atau sukuk) yang dijual kemudian kepada pemodal. Keuntungan yang dibagikan kepada pemegang *shihama* tergantung kepada kinerja keuangan perusahaan-perusahaan tersebut.

hanya satu jam setiap harinya dari hari Minggu sampai dengan Kamis pukul 10.00 s.d. 11.00. Transaksi masih dilakukan secara manual dengan metode lelang berkelanjutan (*continuous auction*) dimana setiap order jual dan beli akan disampaikan kepada Wakil Perantara Pedagang Efek yang berada di lantai bursa. Transaksi luar bursa dilakukan antara Perusahaan Efek di luar jam bursa, termasuk di antaranya adalah transaksi antar anggota keluarga dan warisan yang terkait dengan penghentian kerjasama *mudharabah* akibat kematian *partner*.

Undang-undang yang menjadi dasar pembentukan pasar Efek di Sudan disahkan pada tahun 1982, walaupun pasar modal baru terbentuk secara resmi pada Agustus 1992. Pada tahun 1994 undang-undang tentang pasar modal yang baru dikeluarkan yaitu *The Khartoum Stock Exchange Act*. Pada awalnya pihak yang mengawasi pasar modal adalah Kementerian Keuangan dan Ekonomi Nasional (*the Ministry of Finance and National Economy-MFNE*), namun pada Januari 2006 wewenang tersebut dialihkan kepada Bank Sentral Sudan (CBS) sesuai permintaan dan rekomendasi IMF/Bank Dunia melalui FSAP. *The Khartoum Stock Exchange* (KSE) merupakan bursa yang secara tegas menyatakan dirinya sebagai bursa berbasis syariah sesuai dengan hukum negara tersebut dimana selain CBS, Dewan Syariah juga berperan dalam pengadministrasian KSE. Dalam Undang-undang *The Khartoum Stock Exchange Act* tahun 1994 secara tegas mengenai kewajiban terhadap Syariah Islam:

*“The stock exchange is governed in all its dealing and the performance of all its activities with sharia and its guidance. This act and the regulations issued thereof shall be interpreted accordingly. Any different interpretation or dealing otherwise shall be considered null and void.”*

Sistem pengawasan dan pengembangan institusi pasar modal di Sudan relatif masih belum berkembang ditandai dengan masih belum adanya regulator khusus pasar modal dan belum tersedianya kustodian sentral, serta masih manualnya sistem perdagangan, proses kliring dan setelmen.

Sebagai bursa yang mengklaim berbasis syariah, maka ada beberapa ketentuan di Bursa Efek yang disesuaikan dengan ketentuan syariah yaitu:

- 1). Pelarangan Riba: obligasi konvensional dan instrumen lain yang mengandung bunga dilarang diperdagangkan;
- 2). Pelarangan Perdagangan Marjin;
- 3). Pelarangan Aktivitas Spekulasi;
- 4). Pelarangan memperjualbelikan saham-saham dari perusahaan yang aktivitasnya mengandung unsur yang diharamkan seperti alkohol dan judi.

b. Iran

Sebagai negara yang menganut hukum Islam, praktek seluruh kegiatan di negara Iran tunduk dan patuh kepada hukum Islam. Hal ini sesuai dengan ketentuan dalam pasal 2 undang-undang konstitusi Iran yaitu:

*The Islamic Republic is a system based on belief in:*

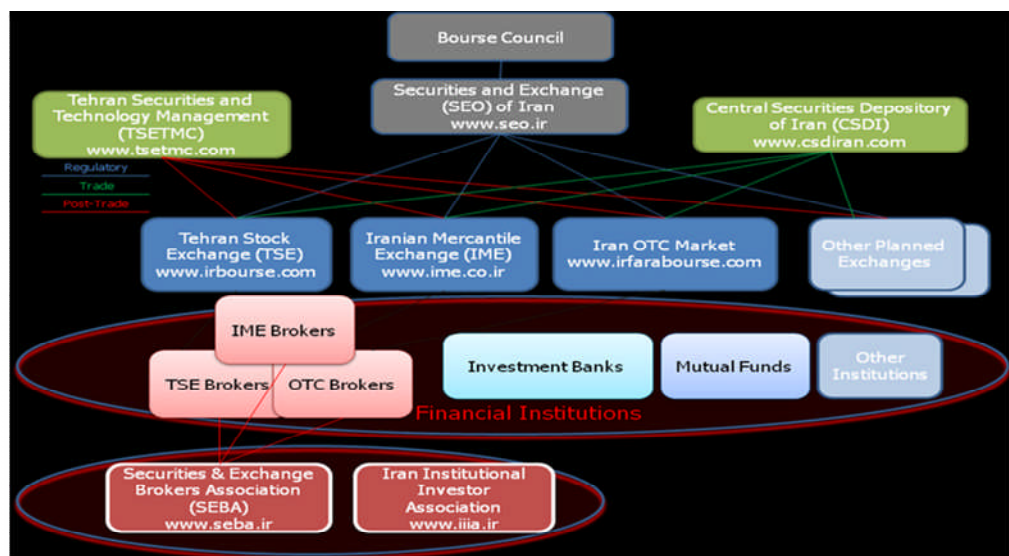
- 1) the single God (as stated in the phrase "There is no god except Allah"), His exclusive sovereignty and the right to legislate, and the necessity of submission to His commands;*
- 2) divine revelation and its fundamental role in setting forth the laws;*
- 3) the return to God in the Hereafter, and the constructive role of this belief in the course of man's ascent towards God*
- 4) the justice of God in creation and legislation*
- 5) continuous leadership (imamat) and perpetual guidance, and its fundamental role in ensuring the uninterrupted process of the revolution of Islam;*
- 6) the exalted dignity and value of man, and his freedom coupled with responsibility before God; in which equity, justice, political, economic, social, and cultural independence, and national solidarity are secured by recourse to:*

- a) *continuous Ijtihad of the fuqaha' possessing necessary qualifications, exercised on the basis off the Qur'an and the Sunnah of the Ma'sumun, upon all of whom be peace;*
- b) *sciences and arts and the most advanced results of human experience, together with the effort to advance them further*
- c) *negation of all forms of oppression, both the infliction of and the submission to it, and of dominance, both its imposition and its acceptance.*

Berdasarkan prinsip fundamental negara Iran tersebut, maka kegiatan perdagangan Efek yang merupakan bagian dari kegiatan ekonomi dan bisnis harus tunduk dan patuh pada Allah sebagaimana tertuang dalam Al-Quran dan Al-Hadits serta Ijtihad para Ulama. Oleh karena itu di Bursa Efek Teheran, tidak ada pembagian antara perdagangan Efek Syariah dan Efek yang tidak syariah karena semua perusahaan yang mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Teheran harus sesuai hukum Islam.

Secara garis besar struktur Pasar Modal di Iran dapat digambarkan sebagai berikut:

Gambar 6  
Struktur Pasar Modal di Iran



Sumber: [www.fipiran.com](http://www.fipiran.com)

*Securities and Exchange High Council* (SEO) didirikan pada tahun 2006 setelah *Tehran Stock Exchange* melakukan demutualisasi Bursa sesuai Pasal 5 *Securities Act* yang telah disahkan oleh *Islamic Consultative Assembly* pada 22 November 2005. SEO merupakan lembaga non-pemerintah publik yang mandiri baik secara hukum maupun keuangan. SEO didanai oleh *service charge* serta biaya masuk dari perusahaan yang terdaftar di Bursa serta pendapatan lainnya. SEO memiliki tugas antara lain sbb:

- Mempersiapkan peraturan dan ketentuan hukum terkait penyelenggaraan pasar modal
- Mengawasi kinerja peraturan dan ketentuan hukum di pasar modal
- Menerbitkan, membekukan sementara atau membatalkan lisensi bursa, asosiasi, OTC dan lembaga keuangan
- Mengambil langkah-langkah yang diperlukan untuk mencegah pelanggaran di pasar modal
- Melakukan pengawasan terhadap kegiatan bursa, asosiasi dan lembaga keuangan.

*Tehran Securities Exchange Technology Management Company* terdaftar pada Juni, 1994 dengan nama "*Tehran Stock Exchange Service Company*". Pada 16 September 2006, *Tehran Stock Exchange Service Company* berubah nama menjadi *Tehran Securities Exchange Technology Management Company* (TSETMC). Perubahan ini menyesuaikan dengan rencana strategi SEO yang membutuhkan suatu lembaga yang dapat fokus terhadap peningkatan teknologi di pasar modal. Sesuai dengan peranannya dalam pasar modal,

TSETMC bertugas untuk mengembangkan, memelihara, mengoperasikan, dan mempromosikan sistem informasi untuk Pasar Modal Iran.

*Central Securities Depository of Iran (CSDI)* merupakan lembaga yang bertanggung jawab atas kliring, penyelesaian, penyimpanan, dan pencatatan atas kegiatan transaksi di Pasar Modal Iran. CSDI akan berperan sebagai pusat penghubung para pihak dari seluruh perdagangan serta menyediakan data perusahaan yang tercatat di Bursa.

*Tehran Stock Exchange Company (TSE)* adalah bursa utama di Iran yang beroperasi di Teheran dan beberapa provinsi lain. TSE bertujuan untuk menciptakan pasar yang terintegrasi dan efisien, meningkatkan kepercayaan investor, mengurangi risiko, meningkatkan aspek kualitatif dan kuantitatif pasar modal. Berdasarkan data per Agustus 2010, perusahaan yang tercatat di TSE telah mencapai 384 perusahaan.

Sesuai dengan peraturan pencatatan yang baru (ratifikasi tahun 2007), perdagangan dan TSE dapat dibagi menjadi 3 kategori yaitu: *Main Market (Main Board dan Secondary Board)*, *Secondary Market* dan *Corporate Participans Certificates Market*. Pembagian pasar ini dapat membantu TSE dalam melakukan pengawasan dan kepatuhan perusahaan tercatat serta untuk mengambil kebijakan terhadap setiap pelanggaran.

Gambar 7  
Pembagian Pasar di *Tehran Stock Exchange*

Description	Main Market		Secondary Market
	Main Board	Secondary Board	
Public company	✓	✓	✓
Minimum Capital (billion IRR)	200,000	100,000	30,000
Minimum Shareholders	1000	750	250
Free Float (%)	20	15	10
Minimum Term of Operation (Years)	3	-	-
Profitability (Years)	3	2	1
Equity to Asset Ratio (%)	30	20	15
Market Makers	Selective	Selective	Mandatory

Sumber: *Fact book* TSE tahun 2009

Secara umum mekanisme perdagangan di bursa Iran tidak jauh berbeda dengan proses perdagangan di bursa lainnya. Sistem perdagangan yang dilakukan adalah sistem perintah yang mempertemukan antara order beli dan jual yang dilakukan investor. Investor dapat melakukan ordernya melalui Broker TSE yang terakreditasi yang kemudian akan memasukan perintah tersebut ke dalam sistem perdagangan. Selanjutnya sistem secara otomatis akan mempertemukan antara order beli dan jual berdasarkan prioritas harga dan waktu order. Dalam ketentuan mengenai prioritas harga, penjual yang memberikan harga penawaran terendah dan pembeli yang memberikan harga penawaran tertinggi akan diprioritaskan. Sedangkan dalam ketentuan mengenai prioritas waktu order, maka investor yang melakukan penawaran terlebih dahulu akan lebih diprioritaskan dibandingkan investor yang melakukan penawaran lain dengan harga yang sama. Selanjutnya apabila penjualan terendah dan pembelian tertinggi bertemu pada harga yang sama, maka transaksi akan diselesaikan pada harga tersebut.

Prosedur perdagangan di bursa Iran secara ringkas adalah sebagai berikut:

- 1) Untuk memulai transaksi di TSE, Investor harus membuka rekening di CSDI melalui Broker yang terdaftar di TSE.
- 2) Dalam melakukan transaksi, investor memberikan perintah kepada Broker untuk membeli atau menjual sejumlah tertentu saham perusahaan pada harga tertentu.
- 3) Broker yang telah menerima perintah investor kemudian akan menginput ke dalam sistem perdagangan TSE.
- 4) Sesuai perintah, sistem secara otomatis akan membeli atau menjual Efek berdasarkan harga dan kuantitas tertentu. Pembentukan harga ditentukan berdasarkan mekanisme pasar sesuai penawaran dan permintaan.
- 5) CSDI menyelesaikan kliring dan penyelesaian perdagangan dengan menggunakan sistem untuk melacak pergerakan saham yang timbul dari perdagangan pada TSE. Semua perintah beli dibayar di muka dan penjual menerima hasil bersih dalam waktu tiga hari kerja (T+3) dari kesepakatan. Broker penjual wajib menyampaikan dokumen dan kewajiban yang relevan serta menyerahkan saham yang diperdagangkan kepada pembeli pada T +3. Berdasarkan referensi semua pembayaran dilakukan di depan sedangkan barangnya diterima T + 3.

Menurut aturan, fluktuasi harga adalah tetap yaitu maksimum sebesar 4% (aturan sejak Juli 2010), dihitung dari harga penutupan terakhir. ketentuan Ini bisa diubah oleh Dewan TSE sesuai situasi dalam hal terjadi pergerakan harga di luar kebiasaan. *Short Selling* tidak diijinkan dan tidak ada pembatasan perdagangan minimum.<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup> <http://www.iranbourse.com/Default.aspx?tabid=63>

Tabel 1  
Ringkasan Penyelenggaraan Perdagangan di *Tehran Stock Exchange*

<i>Trading</i>	
<i>Days</i>	<i>Saturday-Wednesday</i>
<i>Hours</i>	<i>9:00-12:00</i>
<i>Market segmentation</i>	<i>Main Market (Main and Secondary Boards), Secondary Market</i>
<i>System</i>	<i>Automated Trading System (ATS) (order driven)</i>
<i>Mechanisms</i>	<i>Opening/Continuous auction</i>
<i>Market-maker/ Specialists</i>	<i>Yes (Selective)</i>
<i>Instruments</i>	<i>Shares &amp; Rights, Corporate Participation Bonds</i>
<i>Currency</i>	<i>Local</i>
<i>Real time information</i>	<i>bid/ask, closing price, total volume, Total Value company announcements</i>
<i>brokers' commission:</i>	<i>0.4% of value of transaction paid 60% by sellers and 40% by buyers, Maximum 100 Mil RLS.</i>
<i>Transaction tax:</i>	<i>0.5% by seller</i>
<i>TSE Service charge:</i>	<i>0.14% of value of transaction paid 60% by the sellers and 40% by the buyers, Maximum 200 Mil RLS.</i>
<i>CSD Service charge:</i>	<i>0.01% of value of transaction paid 60% by sellers and 40% by buyers, Maximum 200 Mil RLS.</i>
<i>Dividend tax:</i>	<i>None</i>
<i>Capital gain tax:</i>	<i>None</i>

Sumber: [www.iranbourse.com](http://www.iranbourse.com)

Semua transaksi harus dilakukan di Lantai bursa menggunakan *Automated Trading System (ATS)*. Perdagangan dilakukan selama 3 jam setiap hari 9:00-12:00 siang, hari Sabtu sampai dengan Rabu, dengan pengecualian hari libur umum. Periode pra-pembukaan dilakukan selama 30 menit dimulai dari 8:30 sampai dengan 09:00. Selama jam operasional, lantai bursa menyediakan fasilitas yang terbuka untuk investor seperti layar besar untuk menampilkan data perdagangan secara *real time*. Perdagangan Efek di TSE dibebaskan dari pengenaan pajak keuntungan atas *capital gain* dan pajak dividen.

Apabila transaksi telah dilakukan oleh para investor, CSDI kemudian menyelesaikan proses perdagangan, memelihara dan melakukan transfer Efek serta bertindak sebagai pusat registrasi (*central registry*) pasar modal. Dalam waktu dekat, CSDI akan diuntungkan dengan adanya perangkat lunak penyimpanan baru yang dapat melakukan kliring dan penyelesaian perdagangan berdasarkan *Delivery Versus Payment* (DVP) dan bertindak sebagai CCP dalam kliring perdagangan. CSDI akan dikelola sebagai perusahaan *public joint stock* dimana TSE, Broker dan Bank sebagai pemegang saham.

Tabel 2  
Ketentuan Kliring dan Penempatan di *Central Securities Depository of Iran*

<i>Clearing &amp; Settlement</i>	
<i>Central Depository</i>	<i>Central Securities Depository of Iran (CSDI)</i>
<i>Period</i>	T+3
<i>Registered</i>	<i>Yes</i>
<i>Settlement</i>	<i>Book entry</i>
<i>Clearing</i>	<i>Netting</i>
<i>DVP</i>	<i>In the Future</i>
<i>Risk Sharing</i>	<i>In the Future</i>
<i>Margin/Lending</i>	<i>In the Future</i>

c. Bahrain

Pada tahun 1999, *Bahrain Stock Exchange* (BSE) melaksanakan semua transaksi bursa dengan *Automated Trading System* (ATS). Mekanisme ATS dapat dikontrol sesuai dengan aturan dan peraturan BSE. Sebelum melaksanakan sistem perdagangan otomatis di BSE, perdagangan dilakukan secara manual yaitu “*written bidding*” sistem. Dengan sistem manual ini, Broker harus menulis order dan perintah order yang mereka terima dari para investor di papan perdagangan (*trading boards*) di lantai bursa (*trading floor*). Transaksi ini terjadi ketika harga dari tawaran cocok dengan harga penawaran.

Mekanisme *Bahrain Automated Trading System* (BATS) di BSE mendukung 5 pasar:

- 1) Pasar Reguler (*Regular Market*);
- 2) Pasar IPO (*IPOs Market*): Pasar dimana saham perusahaan yang diperdagangkan untuk kali pertama setelah pencatatan di bursa;
- 3) Pasar Pesanan Khusus (*Special Orders Market*) Min. BD 500.000);
- 4) Pasar Obligasi (*Bonds Market*): Pasar ini khusus untuk perdagangan dalam obligasi dan Sukuk Islam;
- 5) Pasar Reksa Dana (*Mutual funds market*): Pasar ini khusus untuk perdagangan dalam Reksa Dana.

Selama periode pra-pembukaan (9:15-9:30), Broker menerima perintah order beli atau order jual dari investor yang kemudian akan dimasukkan ke dalam sistem BATS sesuai dengan kecocokan harga yang sesuai dengan order. Faktor-faktor yang digunakan untuk menentukan prioritas dalam urutan antrian eksekusi perlu mempertimbangkan hal-hal sebagai berikut :

- 1) Harga terbaik (prioritas harga): transaksi dijalankan untuk harga yang terbaik.
- 2) Sumber Prioritas Order: hak eksekusi diberikan dengan melihat darimana sumber order tersebut. Sumber order adalah sebagai berikut:
  - a) *Client Order*
  - b) *Foreign Investor Order*
  - c) *Market Control Order*
  - d) *Mutual Fund Order*
  - e) *Issuer Order*
  - f) *Professional Order*

g) *Insider Order*

Untuk menentukan prioritas order yang diutamakan dengan mempertimbangkan prioritas berikut:

- 1) Prioritas Pertama: *order client's*, order investor asing, order pasar kontrol (*market control's order*);
  - 2) Prioritas Kedua: order Reksa Dana, order Emiten, order profesional
  - 3) Prioritas Ketiga: *insider order* (order orang dalam)
- 3) *Time Entry* (waktu entri)
- a) waktu masuknya order berdasarkan sistem *First-In First-Out* (FIFO). Order di dalam BATS diberi cap waktu, mencatat tanggal dan waktu aktual masuk. Pada batas harga tunggal, yang pertama kali masuk pada sistem mendapat prioritas pertama dalam antrian eksekusi.
  - b) jika ada order setelah pembukaan, maka prioritas waktunya akan didasarkan pada saat masuk aktual selama Pra-pembukaan
  - c) dalam hal harga dan jenis yang sama, maka eksekusi diutamakan diberikan kepada order yang pertama kali masuk ke dalam sistem.
- 4) *Cross prioritas*:

*Cross prioritas* diterapkan berdasarkan urutan prioritas antrian tertinggi yang ditujukan sebagai agresif. Order ini diperdagangkan pertama melawan order dari rumah lain, maka terhadap yang sama urutan rumah (*Is applied starting with the order of the highest queue priority on the side designated as aggressive. This order is traded first against orders from the other house, then against the same house order*).

5) *Prioritas Random*:

Dalam kasus ada dua pesanan diterima dalam waktu yang sama, maka penentuan secara acak.

**Waktu Perdagangan**

Waktu perdagangan di BSI hanya 4 jam setiap harinya mulai dari jam 9:30 s.d. 12:30, dari hari Minggu sampai Kamis tidak termasuk hari libur resmi.

**Fluktuasi Harga**

Selama satu sesi perdagangan, fluktuasi harga adalah tetap, yaitu maksimal 10%, dari harga penutupan terakhir yaitu Jika harga penutupan perusahaan adalah 500 *Fils* hari sebelumnya, harga maksimum yang dapat mencapai hari berikutnya adalah 550 *Fils* dan minimum adalah 450 *Fils*.

**Satuan Penawaran**

Perubahan ini dihitung dengan satu *Fils* dan kelipatan yang terlepas dari harga saham. Jika perdagangan dalam dolar AS, maka perubahan harga dihitung sesuai dengan daftar di bawah ini:

Tabel 3  
Daftar Perubahan Harga Dalam Satuan Penawaran

<i>Share's Price</i>	<i>Unit Price</i>
0 – 50 <i>cents</i>	0.005 <i>cents</i>
51 <i>cents and above</i>	0.01 <i>cent</i>

**Bursa dan Komisi Broker**

Komisi Broker adalah 0,275 yaitu 0,00275% dari total nilai dihitung berdasarkan nilai total transaksi membeli dan menjual untuk setiap investor

dan jika ada permasalahan dalam sesi perdagangan yang sama dengan jumlah minimum BD3. Bursa menghitung komisi tersebut pada tarif 20% dari total komisi Broker.

### ***Bahrain Stock Exchange Automated Trading System***

*Bahrain Stock Exchange Automated Trading System* (BATS) terdiri dari beberapa tahap, yaitu:

1) Tahap Pra-Pembukaan (*pre-opening stage*);

Sebelum memulai perdagangan biasa, akan ada suatu periode Pra-pembukaan, dimana order dapat dimasukkan untuk menentukan harga pembukaan untuk keamanan masing-masing. Order ini akan antri sesuai dengan Prioritas order untuk Eksekusi (Antrian Prioritas) dan tidak akan segera diproses.

Selama periode ini, pialang saham dapat memasukkan perintah, mengubah perintah yang telah dimasukkan (CFO), membatalkan order dan melaksanakan penyelidikan atas perintah sudah dalam sistem. Seperti setiap order diantrikan, sistem akan memverifikasi apakah keamanan diharapkan untuk membuka dan menghitung harga pembukaan sesuai dengan Pembukaan Algoritma.

Sebuah ketidakseimbangan pasar dapat diciptakan selama periode Pra-pembukaan, dimana tawaran terbaik adalah lebih tinggi dari tawaran yang terbaik. Dalam hal ini, harga pembukaan akan dipilih berdasarkan kriteria berikut dalam urutan prioritas:

- a) volume maksimum saham yang akan diperdagangkan;
- b) ketidakseimbangan volume minimum saham;

- c) paling bersih perubahan dari harga penutupan hari lalu;
- d) harga saham tertinggi.

Pada periode Pra-pembukaan, harga sebenarnya masuk untuk *limit order* yang lebih baik dari diperkirakan saat ini harga pembukaan dianggap informasi pribadi kepada pialang saham masuk urutan dan ke Bursa. Para pialang saham memasuki pesanan akan melihat yang sebenarnya harga masuk dan dapat dengan jelas melihat bahwa perintah tersebut menyebabkan ketidakseimbangan. Pasar *Controller* juga akan melihat harga sebenarnya. Untuk semua pialang saham lainnya, perintah akan diperlakukan seolah-olah telah masuk pada harga saat ini diprediksi pembukaan. Namun, sebagai membuka perubahan harga, volume di harga pembukaan diprediksi sebelumnya dan harga pembukaan saat ini diperkirakan akan berubah.

2) Tahap pada saat Buka (*At the Open*);

Selama 'pada saat buka', harga pembukaan dipilih sesuai dengan 'Pembukaan Algoritma'. Harga pembukaan dihitung dimaksudkan untuk membuat volume perdagangan terbesar. Setelah harga pembukaan dipilih, semua perintah yang dapat mengeksekusi pada harga ini akan terjadi. 'di buka', sisi agresif ditunjuk sebagai "sisi seimbang"; yaitu pihak yang akan sepenuhnya diperdagangkan di tempat terbuka. Ketika volume tawaran dan volume tawarkan adalah sama, kedua belah pihak akan sepenuhnya diperdagangkan. Dalam hal ini, sisi dengan urutan paling awal akan dipilih sebagai sisi agresif.

3) Tahap Penutupan Perdagangan (*Close of Trading*),

Order baru dan revisi untuk order dapat dilakukan sampai dengan adanya penutupan perdagangan.

Semua transaksi dilakukan di lantai bursa dengan menggunakan BATS. Apabila transaksi selesai maka Efek akan ditransfer secara elektronik dari rekening penjual ke rekening pembeli, sesuai dengan ketentuan transaksi atas pelaksanaan transaksi. Pemindahan tidak dapat dicabut dengan alasan apapun. Penjualan Efek akan dikurangkan dari rekening penjual dan ditambahkan ke rekening pembeli segera setelah pelaksanaan transaksi, dan pembeli dapat menjual kembali Efek tersebut selama sesi perdagangan yang sama. Efek akan tetap berada di rekening pembeli sampai dengan tanggal penyelesaian (T + 2).

d. Arab Saudi

Regulator dan pengawas pasar modal di Arab Saudi adalah *Capital Market Authority (CMA)* yang didirikan pada bulan Juli 2003 berdasarkan *Capital Market Law (Royal Decree No. M/30)*, sedangkan satu-satunya Bursa Efek di Arab Saudi bernama *Saudi Stock Exchange (SSE)* atau lebih dikenal dengan nama "*Tadawul*" yang didirikan berdasarkan Keputusan Dewan Menteri pada tanggal 19 Maret 2007. Efek yang diperdagangkan di SSE meliputi Saham, Sukuk dan Obligasi (*Bonds*), serta *Exchange Traded Funds (ETF's)*. Perdagangan di *Tadawul* tidak dibedakan antara Efek yang tergolong Efek Syariah maupun tidak syariah.

Sistem perdagangan elektronik pertama kali diperkenalkan di *Tadawul* pada tahun 1990 dengan nama ESIS. Pada tahun 2001, ESIS diganti dengan

sistem yang lebih maju yang dapat menampung volume transaksi yang lebih besar. Sistem ini dapat memfasilitasi penyelesaian transaksi (*settlement*) pada hari transaksi (T+0) dan dapat melayani lebih dari 800.000 transaksi per hari.

Perdagangan Efek di *Tadawul* dibagi dalam 3 sesi yaitu sesi I (*pre-open session*) dari pukul 10.00 sampai dengan pukul 11.00, sesi II (*open-trading session*) dari pukul 11.00 sampai dengan pukul 15.30 dan sesi III (*pre-close session*) dari pukul 15.30 sampai dengan pukul 16.30. Terdapat 3 jenis order yang dapat dimasukkan ke dalam sistem perdagangan, yaitu:

- a). *limit order*, yaitu order dengan harga yang telah ditentukan. Order ini dapat memiliki syarat "*Fill and Kill*" (jika order tersebut tidak tereksekusi sepenuhnya atau sebagiannya maka seluruh atau sebagian order tersebut akan dibatalkan) atau "*Fill or Kill*" (order tersebut harus dapat tereksekusi sepenuhnya, jika tidak dapat maka akan dibatalkan secara otomatis)
- b). *market order (un-priced order)*, yaitu order tanpa mencantumkan harga sehingga order jenis ini akan dieksekusi pada harga pasar yang tersedia.
- c). *undisclosed order*, yaitu *limit order* dengan volume sangat besar

Perdagangan Sukuk dan Obligasi secara elektronik diluncurkan pertama kali pada tanggal 13 Juni 2009 yang dilaksanakan setiap hari Sabtu sampai dengan Rabu pukul 11.30-15.00. Proses penyelesaian transaksi dilaksanakan 2 hari kerja setelah transaksi (T+2). Berdasarkan data statistik bulan Juni 2010, terdapat 7 Sukuk yang tercatat dan diperdagangkan di *Tadawul*. Total nilai transaksi Sukuk yang terjadi sampai dengan akhir bulan Juni 2010 adalah sebesar SR 412,257,600 dengan frekuensi sebanyak 66 kali. Berikut daftar Sukuk dan Obligasi yang diperdagangkan di *Tadawul* per Juli 2010

Tabel 4  
Sukuk dan Obligasi yang Diperdagangkan di *Tadawul*

Sukuk & Bonds	Coupon (Annual Return)	Maturity Date	Par Value (SR)	Issue Size (SR mn)
<b>SABIC Sukuk I</b>	SIBOR + 0.40%	15-07-2026	50,000	3,000
<b>SABIC Sukuk II</b>	SIBOR + 0.38%	15-07-2027	10,000	8,000
<b>SABIC Sukuk III</b>	SIBOR + 0.48%	15-05-2028	10,000	5,000
<b>SCECO Sukuk</b>	SIBOR + 0.45%	15-07-2027	500,000	5,000
<b>SCECO Sukuk II</b>	SIBOR + 1.6%	06-07-2029	100,000	7,000
<b>SCECO Sukuk III</b>	SIBOR + 0.95%	10-05-2030	10,000	7,000
<b>SHB Sukuk 2</b>	SIBOR + <i>margin</i> 190 bps	31-12-2019	100,000	725

Source: <http://www.tadawul.com.sa>

Total nilai kapitalisasi pasar saham yang tercatat dan diperdagangkan di *Tadawul* pada akhir Juni 2010 mencapai SR 1,198.45 miliar (US\$319.59 miliar) dan total nilai transaksi saham sampai dengan akhir Juni 2010 adalah sebesar SR 455.71 miliar (US\$ 121.52 milyar). Jumlah Emiten yang tercatat dan diperdagangkan di *Tadawul* sebanyak 143 perusahaan yang terbagi dalam 16 sektor.

Di samping saham dan obligasi, *Tadawul* juga memfasilitasi pencatatan dan perdagangan *Exchange Traded Fund* (ETF) sejak 28 Maret 2010. ETF yang pertama kali tercatat dan diperdagangkan di *Tadawul* adalah “*Falcom Saudi Equity ETF*” yang dikelola oleh *FALCOM for Financial Services*. Indeks yang dijadikan acuan ETF ini adalah *F30 FALCOM Saudi Equity Index*.

Perdagangan saham di *Tadawul* juga terbuka bagi pihak asing (*non-resident*) namun diwajibkan memiliki ijin tinggal dari Kerajaan Arab Saudi dan membuka rekening di Bank lokal Arab Saudi. Portofolio Efek milik nasabah asing akan disuspen apabila ijin tinggal yang dimilikinya habis masa berlakunya dan dapat diaktifkan kembali jika ijin tinggal tersebut sudah diperbaharui atau diperpanjang.

## 2. Asia Pasifik

### a. Malaysia

#### 1) Awal Perkembangan Pasar Modal Syariah di Malaysia

Pasar Modal Syariah di Malaysia terbentuk pada tahun 1994 sebagai respon atas besarnya permintaan pasar untuk dapat berinvestasi sesuai dengan kaidah-kaidah Islam, yang dipicu oleh kesuksesan penerapan prinsip-prinsip syariah pada perbankan. Pembentukan Pasar Modal Syariah dilakukan Pemerintah Malaysia melalui *Securities Commission Malaysia* dengan mendirikan *Islamic Capital Market Unit* (ICMU) dan *Islamic Instrument Study Group* (IISG). ICMU mempunyai tugas untuk melakukan riset dan pengembangan produk pasar modal syariah dan melakukan analisa terhadap semua Efek yang tercatat di Bursa Malaysia serta berfungsi sebagai sekretariat IISG.

IISG kemudian berganti nama menjadi *Shariah Advisory Council* (SAC) yang bertugas untuk memberikan masukan kepada *Securities Commission Malaysia* atas hal-hal yang terkait dengan pengembangan Pasar Modal Syariah. Selain itu, SAC juga bertugas melakukan pengkajian atas Efek-efek konvensional yang sudah ada, sebagai hasilnya SAC mengeluarkan daftar Efek-efek yang telah sesuai dengan prinsip syariah yang akan di *up-date* dua kali dalam setahun dan disebarluaskan secara gratis.

2) Otoritas Terkait Pasar Modal Syariah di Malaysia

a) *Islamic Capital Market Unit (ICMU)*

Otoritas dari *Securities Commission Malaysia* yang secara langsung terkait dengan Pasar Modal Syariah di Malaysia adalah unit *Islamic Capital Market*.

b) *Bursa Malaysia Islamic Service Sdn Bhd (BMIS)*

Dalam Bursa Malaysia sendiri terdapat anak perusahaan bernama *Bursa Malaysia Islamic Services Sdn Bhd (BMIS)* dimana kegiatan utamanya menjalankan kegiatan dan bisnis *Islamic Market* di bawah naungan Bursa Malaysia.

Tabel 5  
Daftar Anak Perusahaan di Bursa Malaysia

<i>Subsidiaries</i>	<i>Principal Activities</i>
<i>Bursa Malaysia Securities Bhd</i>	<i>Provide, operate and maintain securities exchange</i>
<i>Bursa Malaysia Derivatives Bhd</i>	<i>Provide, operate and maintain a futures and options exchange</i>
<i>Labuan International Financial Exchange Inc</i>	<i>Provide, operate and maintain offshore financial exchange</i>
<i>Bursa Malaysia Bonds Sdn Bhd</i>	<i>Provide, operate, and maintain registered electronic facility for secondary bond market</i>
<i>Bursa Malaysia Securities Clearing Sdn Bhd</i>	<i>Provide, operate, and maintain a clearing house for the securities exchange</i>
<i>Bursa Malaysia Derivatives Clearing Bhd</i>	<i>Provide, operate, and maintain a clearing house for the futures and options exchange</i>
<i>Bursa Malaysia Depository Sdn Bhd</i>	<i>Provide, operate, and maintain a central depository</i>
<i>Bursa Malaysia Depository Nominees Sdn Bhd</i>	<i>Act as a nominee for the central depository and receive securities on deposit for safe-custody or management</i>
<i>Bursa Malaysia information Sdn Bhd</i>	<i>Provide and disseminate prices and other information relating to securities quoted on exchange within the group</i>
<i>Bursa Malaysia Islamic Services Sdn Bhd</i>	<i>Operate all Islamic Markets businesses and activities initiated under Bursa Malaysia</i>

c) *Syariah Advisory Council of The Securities Commission (SAC)*

Selain bertugas memberikan nasehat kepada *Securities Commission*, SAC juga bertugas untuk merumuskan dan mengembangkan instrumen keuangan baru berdasarkan prinsip-prinsip syariah.

3) Produk Pasar Modal Syariah di Malaysia

Produk Pasar Modal Syariah di Malaysia telah banyak mengalami perkembangan. Instrumen-instrumen tersebut diantaranya:

a) *Bursa Suq Al-Sila*

Bursa Perdagangan Komoditi yang dikembangkan berdasarkan prinsip-prinsip kepatuhan syariah untuk institusi keuangan menggunakan kontrak syariah: *murabahah, tawarruq dan musawwamah*.

Gambaran mengenai *Bursa Suq Al-sila* adalah sebagai berikut:

- i. Perdagangan *spot* komoditas yang patuh terhadap prinsip-prinsip syariah sebagai sarana keuangan Islam;
- ii. Berada dan dijalankan oleh Bursa Malaysia melalui anak perusahaannya, *Bursa Malaysia Islamic Services Sdn Bhd (BMIS)*;
- iii. *Fully electronic web-based trading* dengan kemampuan akses yang mendunia;
- iv. Dibentuk sesuai dengan standar Syariah yang diterima secara internasional;

v. Participant terdiri dari lembaga keuangan Islam, lembaga keuangan konvensional yang memberikan pelayanan keuangan Islami dan komoditi.

b) *Syariah Compliant Stock*

*Syariah Compliant Stock* merupakan *listed equity* yang telah melalui proses pengkajian yang dilakukan oleh SAC berdasarkan kriteria yang telah ditentukan oleh SC. *Syariah Compliant Stock* meliputi 88% dari sekuritas yang listing di Bursa Malaysia dengan nilai kapitalisasi sekitar dua pertiga dari nilai kapitalisasi Bursa Malaysia.

c) *Sukuk (Islamic Bonds)*

Sukuk atau *Islamic Bonds* diterbitkan baik dalam denominasi Ringgit Malaysia maupun mata uang asing oleh entitas lokal dan internasional. Pasar Sukuk telah mendorong pertumbuhan *Malaysia Islamic Market* dan menempatkan Malaysia sebagai pusat penerbitan Sukuk di dunia dengan jumlah yang diperkirakan mencapai dua pertiga dari Sukuk global yang beredar.

Sukuk sebagai produk *Malaysian Islamic Market* termasuk, tapi tidak terbatas pada:

- i. *Commercial Papers*
- ii. *Medium -Terms Notes*
- iii. *Assets Backed Securities*
- iv. *Other types of Islamic Securities*, baik yang dapat dikonversi menjadi ekuitas maupun tidak dan yang dapat ditebus maupun tidak.
- v. *Islamic Negotiable Instrument which comprises Islamic Negotiable Instrument of Deposit and Negotiable Islamic Debt.*

d) *Shariah* ETF

Shariah ETF merupakan *fund* yang diperdagangkan di Bursa Malaysia dengan menggunakan saham yang digolongkan sebagai ekuitas yang sesuai dengan prinsip syariah yang telah listing sebagai indikasi. Syariah ETF Malaysia merupakan yang pertama di Asia dan merupakan penyusun dari *The Dow Jones Islamic* (DJIM) *Index*.

e) *Islamic Real Estate Investment Trust* (iREITs)

iREITs merupakan skema investasi kolektif di bidang *real estate* dimana pengembang menjalankan kegiatan yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.

f) *Shariah-Based Unit Trust Funds*

Menyediakan *equity funds* dan *sukuk funds* yang dikelola oleh manager yang professional dan kompeten sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.

4) Perkembangan Terkini Pasar Modal Syariah di Malaysia

Berikut adalah data perkembangan Pasar Modal Syariah Malaysia.

a) *Shariah – compliant securities on* Bursa Malaysia

<i>Number of Shariah-compliant securities-May 2010+</i>	847
<i>% to total listed securities</i>	88%
<b><i>Latest market capitalization-June 2010</i></b>	<b>(RM billion)</b>
<i>Shariah – compliant</i>	666.34
<i>Total market</i>	1,044.35
<i>% of Shariah -compliant securities to total market</i>	63.80%

b) Index Syariah

<b><i>Equity market indices</i></b>	<b>30-Jun-09</b>	<b>30-Jun-10</b>	<b>% change</b>
<i>KL Composite Index (KLCI)</i>	1,075.24	1,314.02	22.21%
<i>FBM EMAS Syariah</i>	7,445.71	8,764.17	17.71%
<i>FBM Hijrah Syariah</i>	8,133.37	9,275.39	14.04%
<i>DJIM Malaysia Titans 25</i>	654.86	745.78	13.88%

*The SAC of the SC releases the updated Shariah – compliant securities list twice a year in May and November*

b. Australia

Perdagangan Efek di Bursa antara lain dilakukan di ASX sebagai Bursa utama di Australia. Ketentuan perdagangan Efek di Bursa Efek tersebut diatur dalam *ASX Operating Rules Section 3 (AOR)* dan *Schedule to ASX Operating Rules (SAOR)* oleh *Australia Securities Exchange (ASX)*. Dalam AOR antara lain diatur mengenai ketentuan umum, perdagangan yang teratur (*orderly trading*), kesalahan perdagangan, pembatalan perdagangan dan penanganan perselisihan, perdagangan produk pasar tunai, perdagangan produk pasar derivatif, pelaporan, dan penyelesaian. Di dalam ketentuan umum antara lain diatur mengenai tanggung partisipan perdagangan terhadap akurasi, integritas dan bonafiditas dari semua pesan perdagangan yang berisi pengidentifikasi unik yang disampaikan ASX tanpa memandang piranti apa yang digunakan untuk mengirimkan pesan-pesan perdagangan. Selanjutnya, dalam perdagangan yang teratur ASX dimungkinkan untuk mengambil tindakan untuk memastikan bahwa pasar untuk satu atau lebih produk yang diperdagangkan adalah transparan, adil, dan teratur. Sementara itu, penyelesaian transaksi perdagangan untuk pasar tunai dilaksanakan pada hari kerja ke-3 setelah transaksi tersebut dibuat atau dilaporkan ke pasar, kecuali prosedur lain yang diperkenankan.

Perdagangan Efek di ASX dilaksanakan secara elektronik dengan ITS (*Integrated Trading System*) *platform*. Dalam ITS *platform* tersebut, ASX akan meluncurkan tipe order baru dalam transaksi di bursa pada semester 2 tahun 2010. Tipe order baru tersebut meliputi *Centre Point Order*, *Centre Point Crossing*, *Undisclosed Order* dan *Iceberg Order*.

### ***Centre Point Order (CPO)***

CPO memungkinkan pelaksanaan transaksi pada harga tengah yang berlaku dari *bid* dan *offer* terbaik pada ASX *Central Limit Order Book* (CLOB). CLOB merupakan pemesanan dimana Anggota Bursa menyampaikan order melalui ITS untuk memperdagangkan produk pasar tunai, *Exchange Traded Options, Tailor Made Combinations and Standard Combinations*.

CPO dibedakan menjadi dua tipe yaitu CPO *market* dan CPO *limit*. CPO *market* merupakan order yang tidak mencantumkan harga dan akan selalu mempunyai potensi untuk ditransaksikan di harga tengah dari permintaan dan penawaran terbaik pada CLOB. Sementara itu, CPO *limit* memberikan nasabah kemampuan untuk menempatkan batas pelaksanaan lebih atas (*upper execution boundary*) untuk order pembelian dan batas pelaksanaan lebih bawah (*lower execution boundary*) untuk order penjualan di luar order mereka yang tidak ditransaksikan. CPO *limit* tidak ditransaksikan dengan ASX CLOB.

Beberapa fitur pada *Centre Point Order* antara lain satu hari order, tidak ada persyaratan minimum besarnya nilai, order dibatasi pada CLOB ASX utama dan akan diperdagangkan pada titik tengah dari CLOB yang terjadi, tersedia untuk semua ekuitas tunai ASX, *Center Point Order* hanya dilakukan terhadap *Center Point Order* yang lainnya.

### ***Centre Point Crossing (CPC)***

CPC memungkinkan Anggota Bursa melakukan tutup sendiri pada nilai tengah dari *best bid and offer* dalam ASX CLOB. Fitur *Centre Point Crossing* antara lain meliputi satu hari order, tidak ada persyaratan minimum besarnya nilai, opsi untuk konfirmasi atau menolak sampai dengan 30 menit setelah inisiasi, dan tersedia untuk semua ekuitas tunai ASX.

### ***Undisclosed Order***

Adapun untuk *undisclosed order* mempunyai fitur antara lain *undisclosed order* dapat dimasukkan dengan semua validitas order seperti hanya sehari, terima sampai dengan dibatalkan, terpenuhi dan teragalkan. *Undisclosed order* mempunyai pembatasan persyaratan besarnya nilai transaksi yaitu A\$ 500,000.

### ***Iceberg Order***

*Iceberg order* menyediakan order dengan limit yang besar dimana hanya porsi (volume *ter-display*) dari total volume order akan ditampilkan dan segera dapat dieksekusi. Volume *ter-display* bertindak sebagai order limit dalam eksekusi harga berdasarkan prioritas waktu. Beberapa fitur dalam *iceberg order* antara lain meliputi terdapat dua komponen kepada *iceberg order* yaitu kuantitas yang ditampilkan dan kuantitas order total, limit minimum pada kuantitas yang ditampilkan adalah 5,000 saham, dan *iceberg order* juga tersedia untuk semua ekuitas tunai ASX.

### **Waktu Perdagangan**

Waktu-waktu perdagangan di ASX berdasarkan waktu Sydney yaitu pukul 07.00-10.00 adalah waktu sebelum pembukaan, pukul 10.00 merupakan pembukaan perdagangan, pukul 10.00-16.00 perdagangan normal, pukul 16.00-16.10 merupakan sebelum *closing single price auction* (CSPA), pukul 16.10-16.12 adalah CSPA, pukul 16.12-17.00 masa penyesuaian, pukul 17.00-18.50 masa penyesuaian berlaku, pukul 18.50-18.59 merupakan waktu penonaktifan order, pukul 18.59-19.00 adalah waktu pemeliharaan sistem, pukul 19.00-21.30 adalah waktu tutup bursa, pukul 21.30-02.25 sistem tidak tersedia dan pukul 02.25- 07.00 adalah waktu tutup bursa.

Pada transaksi Efek di ASX, berdasarkan literatur yang berhasil dikumpulkan tidak ada indikasi pemisahan antara Efek Syariah dan Efek konvensional.

### **Penyelesaian dan Kliring**

Berdasarkan ketentuan perdagangan di ASX, Anggota Bursa wajib memastikan bahwa setiap transaksi pasar tunai harus sudah dapat diselesaikan pada hari kerja ke-3 setelah transaksi tersebut dilaksanakan kecuali diperkenankan secara prosedur dan ketentuan.

Selanjutnya berdasarkan skedul 1 ketentuan perdagangan di ASX dinyatakan bahwa Anggota Bursa wajib memenuhi ketentuan ASX bahwa Anggota Bursa wajib memelihara perjanjian yang cukup untuk kliring dari semua transaksi bursa yang dilakukan oleh Anggota Bursa.

#### c. Pakistan

Perdagangan Efek di bursa antara lain dilakukan di *Karachi Stock Exchange* (KSE) sebagai bursa utama di Pakistan. KSE merupakan bursa pertama dan terbesar di Pakistan yang didirikan tanggal 18 September 1947 dan berbentuk badan hukum pada tanggal 10 Maret 1949. Sampai akhir tahun 2009 KSE memiliki 200 Anggota Bursa (AB) dan 651 perusahaan tercatat dengan nilai kapitalisasi sebesar US\$. 26,48 milyar (per 1 Juni 2009).

Berdasarkan ketentuan, perdagangan Efek di KSE dilakukan secara elektronik melalui 2 (dua) sistem yaitu *Karachi Automated Trading System* (KATS) untuk perdagangan Efek bersifat ekuitas dan *Bond Automated Trading System* (BATS) untuk perdagangan Efek bersifat utang. Secara umum mekanisme perdagangan di bursa Pakistan (KSE) tidak jauh berbeda dengan

proses perdagangan di bursa lainnya. Sistem perdagangan yang dilakukan adalah sistem perintah yang mempertemukan antara order beli dan jual yang dilakukan investor. Investor dapat melakukan ordernya melalui Broker KSE yang terdaftar yang kemudian akan memasukan perintah tersebut ke dalam sistem perdagangan (KATS atau BATS).

Selanjutnya sistem secara otomatis akan mempertemukan antara order beli dan jual berdasarkan prioritas harga (*Price*) dan waktu masuk (*Time of entry*) order untuk menentukan prioritas antrian. Prioritas antrian ditentukan oleh (KATS atau BATS) melalui proses interaktif dan urutan prioritas ditampilkan oleh (KATS atau BATS) kecuali terjadi kesalahan maka prioritas antrian akan ditentukan oleh direksi (KATS atau BATS).

Menurut aturan bursa sebuah order jual atau beli Efek dapat menetapkan total volume saham yang akan dibeli atau dijual dan dapat menetapkan jumlah yang lebih kecil dengan yang diungkapkan ke pasar. Peningkatan volume saham yang dijual atau dibeli dibandingkan dengan yang telah diungkapkan akan mengakibatkan stempel waktu baru dan perubahan antrian prioritas. Tetapi penurunan volume saham yang dijual atau dibeli dibandingkan dengan yang diungkapkan tidak akan menyebabkan stempel waktu baru atau perubahan dalam prioritas antrian.

Adapun ringkasan waktu penyelenggaraan perdagangan di bursa Pakistan (KSE) adalah sebagai berikut:

Tabel 6  
Ringkasan Penyelenggaraan Perdagangan di *Karachi Stock Exchange*

<i>Monday To Thursday</i>		<i>Friday</i>	
		<i>First Session</i>	<i>Second Session</i>
<i>Regular (Pre-Open)</i>	9:00 AM - 9:15 AM	8:45 AM - 9:00 AM	-
<i>Regular (Pre-Opening)*</i>	9:15 AM*	9:00 AM*	-
<i>Regular (Open)</i>	9:15 AM - 2:00 PM	9:00 AM - 1:00 PM	-
<i>Regular (Suspend)</i>	2:00 PM	1:00 PM	-
<i>Square-up (Pre-Open)</i>	11:00 AM - 11:30 AM	11:00 AM - 11:30 AM	-
<i>Square-up (Open - Close)</i>	11:30 AM	11:30 AM	-

\* *During Pre-Opening period, the System shall be static for transition form the Pre-Open session to the Continuous Trading Session (Open) and no Order shall be input into the system, amended or cancelled. Pre-Opening takes place at (9:30 AM or 2:15PM) Pakistan time and may last for about 10 minutes. During this period KATS calculates opening prices. Source: <http://www.kse.com.pk>*

Instrumen yang Diperdagangkan. Instrumen Efek bersifat ekuitas yang diperdagangkan di KSE adalah: ekuitas, *deliverable futures contracts*, *cash settled futures contracts* dan Indeks Saham Kontrak Berjangka (*Stock Index Futures Contracts*). Sedangkan Efek bersifat hutang yang diperdagangkan. Instrumen Efek bersifat hutang yang diperdagangkan melalui BATS adalah:

- a. *Term Finance Certificates (TFCs)*, *SUKUK Certificates (Sharia Compliant Bonds)*, *Registered Bonds*, *Commercial Papers*, *Participation Term Certificates (PTCs)* dan semua jenis instrumen utang yang diterbitkan oleh Pakistan atau perusahaan asing atau perusahaan yang terdaftar di Pakistan; dan
- b. Surat Utang Pemerintah seperti *Treasury Bills (T-bills)*, *Federal Investment Bonds (FIBs)*, *Pakistan Investment Bonds (PIBs)*, *Obligasi Mata Uang Asing (Foreign Currency Bonds)*, *Government Papers* dan segala macam instrumen utang yang diterbitkan oleh Pemerintah Federal, Pemerintah Provinsi, Pemerintah Daerah dan badan hukum lainnya.

### ***Margin trading.***

Menurut aturan KSE *Margin trading* dapat dilakukan oleh AB yang terdaftar dengan batas transaksi maksimal sebesar 25 (dua puluh lima) kali dari saldo modal bersih AB tersebut. Kemudian saham yang dapat diperdagangkan secara marjin harus memenuhi kriteria yang telah ditentukan antara lain omset rata-rata per hari di bursa sekurang-kurangnya 5000 saham, dan minimum modal disetor Rs. 200 juta.

### ***Short selling.***

Menurut aturan KSE *short selling* diperbolehkan jika memenuhi persyaratan antara lain:

- a. Terlebih dahulu telah ada *borrowing contracts* (perjanjian tertulis antara peminjam dan pemberi pinjaman Efek sebelum pelaksanaan perdagangan *short selling*) yang menjamin pengiriman Efek pada saat tanggal penyelesaian transaksi;
- b. Efek yang dijual telah disetujui oleh *Securities and Exchange Commission of Pakistan* (SECP).
- c. Bursa harus memberitahukan kepada pelaku pasar sekurang-kurangnya 30 hari sebelumnya mengenai daftar Efek yang memenuhi syarat untuk diperdagangkan secara *short selling*.

### 3. Eropa (*United Kingdom*)

Pasar modal syariah di Eropa tidak bisa dilepaskan dari berkembangnya pasar uang sebagai permulaan berdirinya pasar modal syariah. Pasar uang di Eropa di mulai pada tahun 1983, yaitu saat berdirinya *The Islamic Bank International of Denmark*. Kini, bank-bank besar dari negara-negara Barat dan Eropa seperti Citibank, ANZ Bank, Chase Manhattan Bank dan Jardine Fleming telah pula

membuka *Islamic window* agar dapat memberikan jasa-jasa perbankan yang sesuai dengan syariat Islam. Bahkan sekarang seperti di Denmark

Pada dasarnya perdagangan Efek di *United Kingdom* (UK) dapat dikategorikan menjadi 3 jenis basis perdagangan, yaitu *regulated markets-market operator* (*Exchange's main market*), *multilateral market facilities-market operators or investment firms* (AIM Market), and *Over The Counter Market*. Perdagangan Efek di UK tersebut telah diatur dalam *Rule of the London Stock Exchange* atau sering disebut "*rulebook*". *Rulebook* terbaru diterbitkan oleh *London Stock Exchange* (LSE) pada tanggal 2 Agustus 2010.

Dalam *rulebook* tersebut diatur antara lain ketentuan-ketentuan inti (*core rule*), ketentuan mengenai order perdagangan (*order book trading*), ketentuan perdagangan tanpa order (*off order book trading*), pembentukan pasar (*market making*), kliring dan penyelesaian (*clearing and settlement*). Untuk mengetahui lebih spesifik terkait mekanisme perdagangan di LSE, berikut ini akan diuraikan mengenai waktu perdagangan, dan mekanisme perdagangan yang dimulai dari order dan diakhiri dengan kliring dan penyelesaian.

### ***Core rules***

*Core rules* mengatur hal-hal yang terkait dengan *member firm* (Anggota Bursa). Dalam ketentuan tersebut, *member firm* didefinisikan sebagai persekutuan, perusahaan, entitas hukum, atau praktisi yang diijinkan sebagai Anggota Bursa, dan keanggotaannya tidak sedang dihentikan. Anggota Bursa di UK dapat dibedakan menjadi 4 jenis, yaitu *full member firm*, *general clearing member*, *a gilt-edged market maker* dan *fixed interest market maker*.

Peran dari Anggota Bursa dapat diketahui dari definisi masing-masing jenis Anggota Bursa. Sebagai contoh *general clearing member* merupakan Anggota

Bursa yang semata-mata bertindak sebagai anggota kliring umum atas nama Anggota Bursa yang terikat dengan aplikasi *core rules*, ketentuan kliring dan penyelesaian, prosedur kepatuhan, dan ketentuan pailit. Sementara itu, untuk *fixed interest market maker* merupakan Anggota Bursa yang berperan sebagai pembuat pasar bunga tetap dan terikat dengan ketentuan aplikasi *core rules*, ketentuan perdagangan *off order book*, ketentuan *market maker*, ketentuan kliring dan penyelesaian, prosedur kepatuhan, dan ketentuan pailit.

### **Waktu Perdagangan**

Satu hari bursa dalam perdagangan Efek di *London Stock Exchange* (LSE) terdiri dari pelaporan perdagangan (*trade reporting*) 07.15-07.50, lelang pembukaan (*opening auction*) 07.50-08.00, perdagangan berkesinambungan (*continuous trading*) 08.00-16.20, VWAP 16.20-16.30, lelang penutupan (*closing auction*) 16.30-16.35, pemeliharaan order (*order maintenance*) 16.35-17.00, hanya pelaporan perdagangan (*trade reporting only*) 17.00-17.15. Dalam satu minggu perdagangan Efek di LSE dimulai pada hari senin sampai dengan hari jumat. Sementara itu hari sabtu, minggu dan hari-hari lain yang ditetapkan oleh LSE sebagai hari libur.

### ***TradElect***

Berdasarkan ketentuan mengenai order perdagangan, pelaksanaan order penjualan dan pembelian Efek di LSE dilakukan secara elektronik melalui sistem yang dikenal dengan *TradElect*. Sistem ini merupakan sistem terbaru dalam perdagangan Efek di LSE menggantikan sistem lama yaitu SETS. Dalam *TradElect*, sebuah order yang dimasukkan ke dalam sistem akan diproses selama 140 milidetik. Dalam ketentuan itu telah diatur mengenai kewajiban Anggota Bursa untuk mempunyai sistem pengelolaan order yang cukup, prosedur dan

pengendalian yang didesain untuk mencegah kesalahan entri pada saat order dan kuotasi di dalam sistem *TradElect*. Selanjutnya, LSE mempunyai hak untuk menghapus setiap order yang disampaikan ke *TradElect* apabila LSE yakin bahwa order tersebut tidak sesuai dengan kewajaran order di pasar.

### **Perdagangan *order book* dan *off order book***

Mekanisme perdagangan di LSE dilaksanakan melalui mekanisme *order book* dan *off order book*. Berdasarkan *rulebook* dinyatakan bahwa mekanisme *order book* wajib mengikuti *order book trading rule*. Sementara mekanisme *off order book* wajib mengikuti *off order book trading rule*. Pada dasarnya, kedua mekanisme perdagangan tersebut dilaksanakan di LSE, sehingga harus dilaksanakan oleh Anggota Bursa. Sementara itu, perbedaan antara keduanya yaitu *order book* menggunakan otomasi pesanan melalui *TradElect* sedangkan *off order book* tidak menggunakan *TradElect*.

Dalam *order book*, setiap order atau kuotasi yang disampaikan ke *TradElect* harus *firm* dan hanya tergantung pada hal-hal terkait dengan manfaat untuk pihak yang berhak pada saat waktu pelaksanaan. Setiap tanggung jawab dan kewajiban yang muncul dari penyampaian order maupun pesanan melalui *TradElect* dengan menggunakan kode Anggota Bursa merupakan tanggung jawab Anggota Bursa tersebut.

Sementara itu, *off order book* digunakan untuk transaksi yang tidak menggunakan mekanisme order secara otomatis. Berdasarkan *rulebook* dinyatakan bahwa perdagangan melalui *off order book* dilaksanakan untuk Efek MiFD (*MiFD transparent security*), Efek AIM, dan setiap Efek yang tidak termasuk dalam MiFD maupun AIM namun pihak Anggota Bursa dan nasabah atau pihak lawan setuju sebelumnya untuk melakukan transaksi melalui *off order book*. Hal yang perlu

digarisbawahi terkait *off order book* adalah adanya persetujuan antara Anggota Bursa dan nasabah atau pihak lawan sebelum perdagangan efektif dan mengikuti ketentuan bursa untuk Efek MiFD serta mengikuti ketentuan AIM *primary market registered organisation* atau AIM *secondary market registered organisation*.

### **Penyelesaian dan kliring**

Setiap Anggota Bursa bertanggung jawab untuk memastikan pengiriman Efek pada tanggal penyelesaian yang telah disetujui untuk semua Efek yang ditransaksikan melalui LSE, baik Anggota Bursa bertindak sebagai agen atau prinsipal. Di samping itu, Anggota Bursa juga wajib memastikan bahwa pengiriman Efek pada saat penyelesaian tidak dikenakan *fee*.

Waktu penyelesaian dilakukan sesuai standar penyelesaian LSE, kecuali terdapat persetujuan antar Anggota Bursa dan nasabah terkait waktu penyelesaian. Namun demikian, Anggota Bursa wajib menolak permintaan penyelesaian transaksi bursa yang melebihi waktu 25 hari sejak Efek tersebut ditransaksikan.

Selanjutnya, kliring atas Efek yang telah ditransaksikan dilakukan melalui pihak *counter party* yang terpusat. Suatu transaksi dikatakan jelas atau kliring dapat dilakukan jika dilakukan oleh anggota kliring yang mempunyai perjanjian keanggotaan kliring dengan pihak *counter party* terpusat yang relevan.

Pada transaksi Efek di LSE, berdasarkan literatur yang berhasil dikumpulkan tidak ada indikasi pemisahan antara Efek Syariah dan Efek konvensional. Pemisahan hanya terdapat dalam tempat perdagangan yaitu yang dilakukan di LSE maupun di dalam AIM (*Alternative Investment Market*). Oleh karena itu, transaksi Efek Syariah di LSE tidak berbeda dengan transaksi Efek konvensional. Perbedaan yang ada hanyalah adanya *sharia scholar* yang menyatakan bahwa Efek yang diperdagangkan adalah Efek Syariah.

### ***Sharia Ummah Securities Information Exchange Ltd (Sharia-UMEX)***

*Sharia-Umex* merupakan salah satu pasar Efek di London yang berbasis pada *multilateral trading facilities* seperti halnya AIM market. Keberadaan *Sharia-Umex* dikuatkan oleh MiFD (*Market in Financial Directive*). Di dalam MiFD tersebut, UK bermaksud untuk meningkatkan harmonisasi aturan regulasi di Uni Eropa dalam rangka peningkatan perlindungan investor dan *consumer*, dan meningkatkan persaingan dalam berinvestasi di antara 30 negara anggota di area ekonomi Eropa.

UMEX merupakan *platform* perdagangan elektronik pertama di London untuk memfasilitasi perusahaan yang sesuai prinsip syariah untuk menghimpun dana. UMEX didesain untuk menyediakan *platform* untuk perusahaan dengan nilai modal paling kurang US\$ 31 juta dan mencari perusahaan berdasarkan prinsip syariah untuk mencari dana paling kurang 20% dari nilai pasarnya.

## BAB IV

### ANALISIS ASPEK SYARIAH TERHADAP PERDAGANGAN EFEK

#### A. Analisis Aspek Syariah Dalam Perdagangan Efek Di Bursa

Beberapa kegiatan di pasar modal yang seringkali menjadi bahan diskusi terkait isu aspek kesyariahan baik oleh akademisi maupun pelaku pasar adalah pelaksanaan perdagangan Efek di bursa. Perdagangan Efek di bursa pada umumnya dilakukan melalui beberapa tahapan yaitu tahapan pembukaan rekening, tahap order, tahap pelaksanaan transaksi, tahap kliring dan penjaminan serta penyelesaian. Mekanisme dan tahapan perdagangan Efek tersebut, juga berlaku untuk perdagangan Efek Syariah di bursa. Oleh karena itu, untuk mengetahui apakah pelaksanaan perdagangan Efek Syariah di bursa tidak bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal, kita perlu mengetahui secara detail isu-isu syariah dalam pelaksanaan kegiatan pada tiap-tiap tahapan.

Dari sisi syariah, keseluruhan transaksi baik transaksi di bursa maupun di luar bursa harus tunduk kepada hukum islam tentang transaksi Sebelum menjadi istilah dalam *capital* dan *financial market* dengan segala distorsinya akibat berbagai penyalahgunaan, *Trading* secara substansi merupakan aktivitas jual beli atau *bai'*. Prinsip umum syariah dalam jual beli sebagaimana dapat disimpulkan dari pendapat para ulama dalam kitab-kitab fiqh seperti M. Rifa'i dalam *Kifayatul Akhyar* (184) dan Wahbah Az-Zuhaili dalam *al-Fiqh al-Islami wa Adillatuhu* yaitu:

- 1) Pada dasarnya diperbolehkan transaksi jual beli sebagai salah satu sarana yang baik dalam mencari rezki. (QS. al-Baqarah: 194, an-Nisa': 29)

- 2) Barang ataupun instrumen yang diperjualbelikan itu harus halal sehingga dilarang menjualbelikan barang haram seperti miras, narkoba, bunga bank ribawi. (QS. al-Maidah: 3, 90)
- 3) Bermanfaat dan bermaslahat dengan adanya nilai guna bagi konsumen maupun pembeli serta tidak membahayakan.
- 4) Barang yang diperjualbelikan dapat diserahkan, baik secara langsung keseluruhan maupun secara simbolis
- 5) Barang yang diperjualbelikan harus jelas keadaannya, sifat-sifatnya, kualitasnya, jumlah dan satuannya dan karakteristik lainnya.
- 6) Dilakukan proses “*ijab qabul*” baik dalam arti tradisionalnya maupun modern. seperti dalam *paper trading* yang menampilkan dokumen dagang berupa kertas maupun *elektronik trading/ e-commerce* yang menampilkan data komputer dan data elektronik lainnya (*paperless trading*). Kedua media tersebut substansinya menunjukkan sifat barang, mutu, jenis, jaminan atas kebenaran data dan dokumen serta bukti kesepakatan transaksi (*dealing*).
- 7) Transaksi dilangsungkan atas dasar saling sukarela (*‘an taradhin*), kesepakatan dan kejelasan. (QS. an-Nisa’: 29)
- 8) Tidak ada unsur penipuan maupun judi (*gambling*). (QS. al-Baqarah: 278, al-Maidah: 90)
- 9) Adil, jujur dan amanat (QS. al-Baqarah: 278)
- 10) Dalil umum transaksi jual-beli dalam Allah berfirman: “...*dan Allah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba...*” (QS. al-Baqarah: 275). “*Hai orang yang beriman! Janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil, kecuali dengan dengan jalan perniagaan yang berlaku dengan suka sama suka di antara kamu,...*” (QS. an-Nisa’: 29). “*Hai orang yang beriman! Penuhilah*

*akad-akad itu...*” (QS. al-Ma’idah: 1). “...*kamu tidak (boleh) menganiaya dan tidak (pula) dianiaya*” (QS. al-Baqarah: 279).

Isu-isu syariah pada perdagangan Efek terdiri dari banyak hal. Beberapa hal yang menjadi topik diskusi antara lain pembukaan rekening, pelaksanaan order yang dilakukan perantara, pelaksanaan transaksi melalui mekanisme perdagangan secara lelang berkesinambungan dan penyelesaian transaksi pada T+3. Selanjutnya, isu syariah juga muncul ketika proses *netting* dan novasi dalam kliring dan penjaminan transaksi Efek.

#### 1. Perdagangan Efek Syariah di Bursa

Perdagangan Efek Syariah di Bursa Efek Indonesia (BEI) saat ini menggunakan prosedur dan tata cara yang sama dengan perdagangan Efek konvensional. Hal ini dapat dilihat pada transaksi investor, sistem perdagangan dengan mekanisme lelang berkesinambungan (*continuous auction*), jenis pasar yang digunakan dan tata cara penyelesaian dan penjaminan transaksi Efek tersebut. Berkenaan hal tersebut, bagaimanakah pandangan dari sisi syariah atas kegiatan pasar sekunder tersebut.

Berdasarkan beberapa Fatwa DSN-MUI terkait pasar modal syariah antara lain Fatwa DSN-MUI Nomor 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksa Dana Syariah, Fatwa DSN-MUI nomor 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Pasar Modal, Fatwa DSN-MUI Nomor 65/DSN-MUI/III/2008 tentang Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu dan Fatwa DSN-MUI Nomor 66/DSN-MUI/III/2008 tentang Waran Syariah, dan penjelasan narasumber DSN-

MUI diungkapkan bahwa pada dasarnya transaksi Efek Syariah di pasar sekunder diperbolehkan. Hal ini dengan argumentasi bahwa transaksi di bursa merupakan fiqh muamalah sehingga hukum asalnya diperbolehkan kecuali ada hal-hal yang dilarang. Selanjutnya, proses transaksi di bursa merupakan suatu kelaziman dimana di setiap negara yang mempunyai Bursa Efek akan melaksanakan transaksi dengan tata cara dan prosedur yang relatif sama. Kebolehan dari pelaksanaan transaksi tersebut juga telah diberikan oleh AAOIFI Nomor 21 tentang Surat Berharga (*Financial Papers*). AAOIFI sebagai satu-satunya *standard setter* syariah di dunia telah menyatakan bahwa jual beli saham diperbolehkan. Hal ini dapat diartikan bahwa transaksi saham di bursa juga telah diperbolehkan. Namun demikian, meskipun diperbolehkan dan merupakan suatu kelaziman, terdapat beberapa hal yang perlu diperhatikan dalam transaksi di bursa yaitu perlu adanya batasan-batasan bahwa transaksi tersebut telah sesuai syariah atau tidak.

Salah satu narasumber DSN menyatakan bahwa dalam transaksi di bursa diperlukan fatwa MUI untuk memberikan kepastian atas kesyariahan transaksi di bursa. Hal ini sejalan dengan argumentasi bahwa setiap kegiatan (amal) perlu adanya aturan (hukum), sehingga kegiatan perdagangan saham/Efek Syariah di Bursa perlu dibuatkan fatwa kesyariahan atas transaksi tersebut. Namun demikian, untuk sampai pada penyusunan fatwa tersebut, perlu dipahami terlebih dahulu secara lebih mendasar hal-hal yang dilakukan dalam mekanisme perdagangan tersebut.

## 2. Analisis Aspek Syariah Pada Tahap Pembukaan Rekening dan Penyampaian Order.

Dalam transaksi Efek di Bursa Efek Indonesia, nasabah tidak secara langsung melakukan transaksi jual atau beli dengan nasabah lainnya, tetapi melalui Perantara Pedagang Efek. Hal ini juga terjadi pada pelaksanaan transaksi Efek dimana Perantara Pedagang Efek melaksanakan order transaksi Efek dari nasabah. Order nasabah diteruskan oleh Perantara Pedagang Efek ke sistem perdagangan Bursa Efek oleh *floor trader* yang ada di lantai bursa atau *dealer* di kantor PEAB secara jarak jauh (*remote trading*), atau juga diteruskan langsung ke sistem perdagangan melalui sistem *online trading*.

Pada saat nasabah akan melakukan transaksi Efek, nasabah tersebut diwajibkan untuk membuka rekening terlebih dahulu di PE AB. Pembukaan rekening juga dimungkinkan dilakukan secara tidak langsung yaitu melalui PE non AB yang mempunyai kerja sama dengan PE AB. Pembukaan rekening tersebut dilakukan dengan cara mengisi formulir pembukaan rekening. Di dalam formulir tersebut terdapat pernyataan yang tegas bahwa transaksi tidak dapat dilakukan secara langsung oleh nasabah. Namun demikian, nasabah merupakan pihak yang mempunyai wewenang penuh untuk melakukan transaksi sehingga setiap transaksi yang akan dilakukan oleh AB harus didukung oleh persetujuan dari nasabah terlebih dahulu. Dalam rangka pelaksanaan instruksi transaksi Efek oleh nasabah tersebut, AB mengenakan biaya transaksi (*fee broker*) kepada nasabahnya berkisar antara 0,2% s.d. 0,5% dari nilai transaksi baik untuk transaksi beli maupun transaksi jual.

Selanjutnya, penyampaian order oleh nasabah untuk melakukan pembelian dan penjualan Efek di bursa dapat dilakukan baik secara *manual*, *remote* atau *online*. Dalam mekanisme penyampaian order secara manual, nasabah datang langsung ke galeri AB untuk memberikan instruksi jual atau beli atas transaksi Efek di bursa. Instruksi tersebut akan diproses oleh trader yang ada di lantai bursa dengan memasukkan instruksi dimaksud ke JATS. Sementara itu dalam mekanisme penyampaian order secara *remote* dan *online*, fungsi dari trader yang ada di lantai bursa digantikan oleh sistem yang dikenal dengan nama e-SPis. Pelaksanaan input data ke e-SPis dilakukan dari kantor/sistem di Perusahaan Efek yang langsung terhubung ke sistem perdagangan di bursa yaitu *Jakarta Automated Trading System (JATS)*.

Berkenaan dengan transaksi pembukaan rekening nasabah pada Perusahaan Efek dan penyampaian order tersebut, sesuai dengan kaidah fiqh muamalah, karakteristik transaksi nasabah tersebut dapat dikategorikan sebagai transaksi yang dilakukan melalui *wakil* (akad *wakalah*). Hal ini didukung oleh adanya pernyataan dalam pembukaan rekening nasabah bahwa transaksi di bursa tidak dapat dilakukan secara langsung oleh nasabah. Berdasarkan hal tersebut, nasabah memberikan *wakalah* kepada PE AB untuk melakukan transaksi di bursa dan PE AB memperoleh *fee* atau *ujrah* atas pelaksanaan transaksi tersebut. Selanjutnya, mekanisme penyampaian order secara manual, *remote* dan *online* dengan menggunakan sistem JATS merupakan kemudahan yang diberikan oleh teknologi dalam rangka meningkatkan *mashlahah* atau manfaat bagi para pihak yang terlibat dalam transaksi Efek di bursa.

Berdasarkan penjelasan dari narasumber DSN-MUI diungkapkan bahwa transaksi di bursa baik yang dilakukan secara manual, *remote* atau *online* merupakan transaksi tidak langsung namun melalui Perantara Pedagang Efek yang menjadi AB. Sehingga transaksi di bursa merupakan transaksi antar AB. Oleh karena itu, dalam transaksi di bursa peran AB adalah sebagai wakil dari nasabah yang secara substansi merupakan bagian rukun dan syarat akad *wakalah*. Berdasarkan akad tersebut, AB akan menerima *fee* (upah) *wakalah* dari para nasabah.

*Wakalah* secara bahasa berarti menjaga (*al-hifzu*) atau pemberian kuasa (*al-tafwidh*). Para ulama sepakat membolehkan *wakalah* di dalam hal jual beli baik dengan upah atau tidak. DSN-MUI sebagai lembaga yang mengeluarkan fatwa berkaitan dengan muamalah telah mengeluarkan Fatwa Nomor 10/DSN-MUI/IV/2000 tentang *Wakalah*. Dalam fatwa tersebut diputuskan antara lain bahwa *wakalah* dengan imbalan bersifat mengikat dan tidak boleh dibatalkan secara sepihak. Selain itu juga diputuskan bahwa hal-hal yang diwakilkan harus diketahui dengan jelas oleh orang yang diwakili, tidak bertentangan dengan syariah Islam dan dapat diwakilkan menurut syariah Islam.

Adapun beberapa pendapat ulama tentang upah atau bayaran perantara atau broker adalah sebagai berikut:

- a. Ibnu Qudamah dalam kitab *al-Mugni wa as-syarah al Kabir* sebagaimana disebutkan oleh Sya'ban Muhammad Islam al-Barwary menyatakan: “seseorang boleh memberikan bayaran kepada perantara untuk membelikannya selembar pakaian ... dan jika dia memberikan bayaran untuk menjual selembar pakaian tersebut, sah hukumnya”.

b. Al-Asqolani dan Ibnu Hajar dalam kitab *Fathul Barri* pada bab *ujroh as-simsaroh* sebagaimana disebutkan oleh Sya'ban Muhammad Islam al-Barwary menyatakan: "Ibnu Sirin dan Ibrohim berkata,"Tidak ada permasalahan dengan bayaran perantara apabila dia membeli secara tunai."

### 3. Analisis Aspek Syariah Pada Tahap Pemrosesan Order dan Pelaksanaan

Order yang telah disampaikan oleh AB dalam sistem perdagangan baik secara manual, *remote* maupun *online* akan diproses pada sistem JATS secara elektronik. Pemrosesan tersebut dilakukan melalui mekanisme lelang berkesinambungan (*continuous auction*) dengan memperhatikan prioritas harga (*price priority*) dan prioritas waktu (*time priority*). Mekanisme yang ada pada lelang Efek di Bursa Efek memungkinkan pihak yang melakukan penawaran terakhir mendapat prioritas karena harga permintaan beli yang lebih tinggi dari investor sebelumnya, atau harga penawaran jual lebih rendah dari investor lain

Dalam pelaksanaan lelang tersebut, AB tidak mengetahui pihak yang menjadi lawan transaksinya. Pihak lawan transaksi baru akan dapat diketahui setelah transaksi yang dilaksanakan telah *matched*. Proses lelang tersebut akan diakhiri dengan bertemunya (*matching*) permintaan beli dan penawaran jual melalui sistem komputer BEI. Pada saat *matching* di sistem JATS, transaksi Efek dikatakan mengikat dan hanya dapat dibatalkan apabila disetujui oleh PE AB beli, PE AB jual, dan Bursa Efek.

Pelaksanaan transaksi lelang telah juga dilakukan pada jaman Rasulullah SAW. Hal ini dapat dilihat dalam Hadits Nabi yang diriwayatkan oleh Abu Dawud dan Ibn Majah dari Anas bin Malik. Dalam hadits tersebut antara lain dijelaskan bahwa Rasulullah SAW pernah melakukan lelang atas selemba *hils*

(alas yang biasanya digelar di rumah), dan sebuah *qa'b* (*qadah*, gelas) milik seorang laki-laki dari kaum Anshor. Dalam lelang tersebut, Rasulullah menyerahkan kedua benda tersebut kepada penawar dengan harga yang lebih tinggi.

Dalam hadits yang diriwayatkan oleh Imam Al Bukhori dari A'ta menyatakan bahwa saya menyaksikan masyarakat bersama dengan Rasulullah SAW menemukan bahwa tidak ada yang salah dengan penjualan rampasan perang secara lelang. Ibnu Abi Syaiba dan Sa'id Ibnu Mansur meriwayatkan bahwa Mujahid mengatakan "Tidak ada yang haram dalam penjualan dengan lelang. Selanjutnya, pendapat Dr. Wahbah al-Zuhaili dalam *Al-Fiqh Al-Islami wa Adilatuhu* menyatakan bahwa pendapat yang paling benar adalah kebolehan tanpa syarat dari penjualan dengan lelang. Pembuktian dari pendapat ini adalah bahwa gelas dan tikar kecil disebutkan dalam hadits Anas bukan hadiah dan warisan. Oleh karena itu, hal-hal yang disebutkan di atas harus diinterpretasikan terhadap penerapan kebolehan untuk semua hal yang secara tradisi dijual dengan cara lelang.

Uraian di atas menunjukkan bahwa pada dasarnya transaksi jual beli secara lelang tidak diharamkan dalam Islam. Transaksi lelang yang dilakukan oleh Rasulullah SAW tersebut juga membuktikan bahwa pada dasarnya transaksi lelang telah dikenal pada jaman Rasulullah SAW meskipun masih sangat sederhana. Namun demikian, untuk lebih memastikan bahwa *continuous auction* telah sesuai dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal, kita perlu mengetahui lebih detail mekanisme transaksi lelang tersebut dan diperlukan adanya fatwa DSN-MUI terkait transaksi lelang dimaksud

#### 4. Analisis Aspek Syariah Pada Tahap Kliring, Penjaminan dan Penyelesaian

Kliring, Penjaminan, dan Penyelesaian Transaksi Bursa merupakan lanjutan kegiatan transaksi yang terjadi di Bursa Efek. Kliring merupakan proses penentuan hak dan kewajiban Anggota Kliring yang timbul di Transaksi Bursa. Kliring oleh KPEI dilakukan dengan dua cara yaitu *netting* dan per transaksi. Pada kliring secara *netting* maka seluruh hak dan kewajiban suatu AK baik Efek maupun dana akan di hitung secara kumulatif sehingga terlihat kewajiban berupa saldo yang wajib diserahkan dan atau diterima AK tersebut. Pada kliring secara per transaksi, maka hak dan kewajiban setiap AK di hitung masing-masing dan terpisah atas setiap transaksi. Penjaminan merupakan kegiatan yang dilakukan dalam rangka memastikan dipenuhinya hak dan kewajiban bagi Anggota Kliring (AK) yang timbul dari Transaksi Bursa.

Fungsi penjaminan bertujuan memberi kepastian terselenggaranya Transaksi Bursa bagi AK yang sudah memenuhi kewajibannya, kepastian waktu penyelesaian, dan penurunan frekuensi kegagalan penyelesaian transaksi. Dalam pelaksanaan kegiatan tersebut maka KPEI merupakan mitra pengimbang sentral (*central counterparty*) dalam kegiatan kliring dan penyelesaian transaksi terhadap Perusahaan Efek selaku Anggota Bursa. KPEI bertindak selaku novator yang akan menjadi pembeli dengan AK jual, dan menjadi penjual dengan AK beli.

Pada praktiknya dana jaminan dikelola dan diadministrasikan oleh KPEI untuk menjamin pemenuhan kewajiban Anggota Kliring setelah agunan berupa hak terima atas Efek dan atau uang, dan agunan lain Anggota Kliring serta Cadangan Jaminan, tidak mencukupi untuk memenuhi kewajiban Anggota Kliring kepada KPEI. Dalam rangka pelaksanaan penjaminan tersebut KPEI akan

memungut dana jaminan sebesar adalah 0,01% dari nilai setiap transaksi di bursa dan tidak membedakan besarnya nilai dana jaminan bagi nasabah baru ataupun lama. Dana jaminan tersebut dikelola dalam bentuk deposito berjangka, Surat Utang Negara (SUN) dan surat berharga lainnya.

Dalam rangka penyelesaian transaksi, maka berdasarkan instruksi penyelesaian (*settlement instructions*), KSEI melakukan pemindahbukuan, baik Efek maupun dana pada rekening Efek PE AB. Dalam rekening Efek PE AB jual, terjadi proses dimana posisi sejumlah Efek yang akan diserahkan dalam sub rekening nasabah jual dipindahkan ke rekening serah PE AB yang selanjutnya diteruskan ke rekening KPEI.

Penyelesaian transaksi untuk pasar regular dilakukan pada T+3, dan transaksi dikatakan mengikat di antara para pihak yang bertransaksi pada saat bertemu (*matched*) di sistem JATS yaitu (T+0). Perbedaan waktu penyelesaian dan pengikatan transaksi mengakibatkan para pihak yang bertransaksi baru dapat menggunakan Efek atau dana secara fisik pada (T+3), walaupun secara hukum, hak itu telah melekat pada para pihak yang bertransaksi pada (T+0). Sebagai contoh suatu Emiten akan menerbitkan hak memesan Efek terlebih dahulu atau HMETD dengan tanggal perdagangan saham dengan HMETD untuk pasar regular dilaksanakan pada tanggal 28 Januari 2010 atau (T+0), dan penyelesaian transaksi dilakukan pada tanggal 2 Februari 2010 (T+3). Tanggal 2 Februari 2010 tersebut merupakan tanggal pencatatan (*recording*) bagi pemegang saham yang berhak atas HMETD dan juga pelaksanaan perdagangan saham dengan HMETD untuk pasar tunai. Dari contoh tersebut dapat kita ketahui bahwa pihak yang berhak atas

HMETD adalah pihak yang melakukan transaksi saham pada (T+0) bukan pada saat penyelesaian (T+3).

Terkait dengan proses kliring dan penjaminan oleh KPEI hal yang perlu diperhatikan dari prinsip syariah adalah terkait dengan proses *netting* yang mencampurkan semua hak dan kewajiban, proses novasi berupa peralihan hubungan transaksi antara AK jual dengan AK beli kepada KPEI. Dalam proses *netting*, besarnya hak dan kewajiban AB beli atau AB jual atas Efek maupun dana dilakukan melalui penghitungan besarnya nilai setiap transaksi jual dan beli atas Efek dan dana yang dibutuhkan untuk transaksi tersebut. Oleh karena itu, dalam proses *netting* AB akan menjadi pihak yang berpiutang dan pihak yang berutang sekaligus. Dalam rangka menentukan besarnya nilai hak dan kewajiban akhir atas dana dan Efek tersebut, terlebih dahulu akan terjadi pengalihan utang piutang untuk memperoleh besarnya hak dan kewajiban AB.

Dalam fiqh muamalah, secara umum pengalihan utang piutang sering disebut dengan *hawalah*. Beberapa syarat dalam *hawalah* yang harus dipenuhi sehingga suatu transaksi *hawalah* tidak bertentangan dengan prinsip syariah adalah sebagai berikut: para pihak yang bertransaksi harus berkompeten, persetujuan para pihak atas transaksi *hawalah*, persetujuan kreditor dan pihak yang menerima pengalihan utang (*transferee*) harus diberikan pada saat kontrak, subyek transaksi *hawalah* harus utang (*dain*) dan bukan barang yang spesifik (*ain*). Selanjutnya, berdasarkan mayoritas mazhab fiqh, *transferee* wajib mempunyai utang kepada pengutang pertama (*principal debtor*) dan *principal debtor* (*muhil*) harus mempunyai utang kepada kreditor (*muhal*).

Pada saat KPEI mengambil alih hak dan kewajiban para AK dalam novasi, transaksi *hawalah* juga dilakukan di dalamnya. Oleh karena itu, syarat dari transaksi *hawalah* akan berlaku pula dalam kegiatan novasi, sehingga kegiatan tersebut tidak bertentangan dengan prinsip syariah. KPEI juga melakukan kegiatan penjaminan dalam rangka memberikan kepastian hak dan kewajiban dari AK yang bertransaksi. Secara umum, dalam *fiqh muamalah* kegiatan penjaminan tersebut sering disebut dengan *kafalah*. Beberapa syarat *kafalah* yang perlu dipenuhi adalah adanya pihak penjamin (KPEI), pihak berutang dan berpiutang (AK beli dan AK jual), dan adanya obyek penjaminan (Efek atau dana).

Jaminan yang diberikan oleh AK tersebut akan dikelola oleh KPEI. Pengelolaan dalam bentuk deposito berjangka di bank konvensional akan menimbulkan percampuran antara dana jaminan dari AK dengan dana-dana ribawi di bank tersebut. Hal ini mengakibatkan dana jaminan tersebut mengandung riba dan bertentangan dengan prinsip syariah. Namun demikian, untuk menentukan kesyariahan dari kegiatan *netting*, novasi dan penjaminan tersebut perlu pembahasan secara detail dengan DSN-MUI.

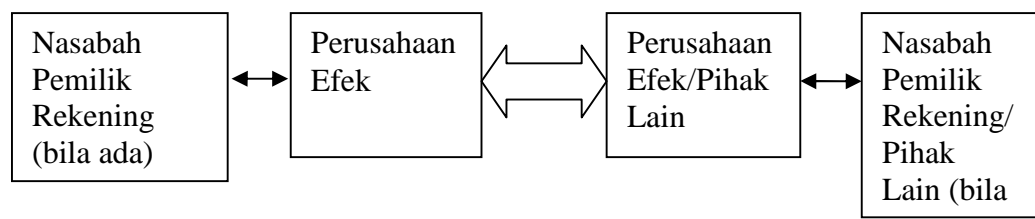
Selain dari beberapa hal yang telah diuraikan di atas, transaksi bursa juga mengenal dan melaksanakan transaksi derivatif seperti *short selling*, *margin trading*, pinjam meminjam Efek, dan REPO. Berdasarkan fatwa DSN-MUI nomor 40/DSN-MUI/X/2003 disebutkan antara lain bahwa transaksi yang dilarang antara lain meliputi *ba' al-ma'dum* (*short selling*), *margin trading*, dan transaksi-transaksi lain yang mengandung unsur *dharar*, *gharar*, *riba'*, *maysir*, *risywah*, maksiat dan kezaliman. Oleh karena itu, pelaksanaan transaksi derivatif tersebut masih dikategorikan sebagai transaksi yang dilarang.

## B. Analisis Aspek Syariah Dalam Perdagangan Efek di *Over The Counter*

Sebagaimana pengertian Transaksi di Luar Bursa dalam Peraturan Bapepam-LK Nomor III.A.10, transaksi di Luar Bursa merupakan perjanjian jual beli saham antar Perusahaan Efek atau antara Perusahaan Efek dengan Pihak lain yang tidak diatur oleh Bursa Efek, dan transaksi antar Pihak yang bukan Perusahaan Efek. Apabila diuraikan berdasarkan pola hubungan antar pihak-pihak di atas dalam bertransaksi, maka akan terdapat hubungan sebagai berikut:

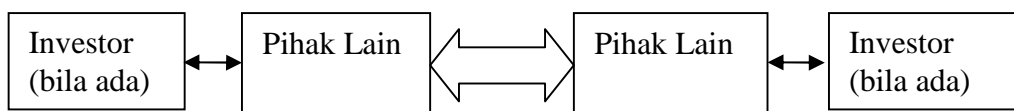
Gambar 8

Transaksi Efek melalui perantara Perusahaan Efek



Gambar 9

Transaksi tidak melalui perantara Perusahaan Efek



Berdasarkan 2 (dua) pola hubungan transaksi di atas, transaksi di luar bursa khususnya yang dilakukan melalui perantara yaitu Perusahaan Efek akan mempunyai mekanisme transaksi yang tidak berbeda dengan transaksi bursa. Mekanisme tersebut antara lain meliputi pembukaan rekening, penyampaian order dan pemrosesan order. Hal ini berarti, aspek syariah pada transaksi di bursa terkait dengan hal-hal tersebut juga berlaku untuk transaksi di luar bursa.

Selanjutnya, transaksi di luar bursa juga dapat dilakukan tanpa melalui perantara. Transaksi tersebut dapat diartikan sama dengan transaksi langsung diantara investor penjual dan pembeli diluar mekanisme bursa. Transaksi tersebut dipandang dari sisi kesyariahan merupakan transaksi yang halal sepanjang memenuhi rukun transaksi jual beli.

Dalam praktek saat ini, mayoritas investor yang bermaksud membeli Efek di pasar modal baik dalam pasar perdana maupun dalam pasar sekunder wajib memiliki rekening Efek di suatu Perusahaan Efek. Akan tetapi, secara aturan pada dasarnya investor yang akan membeli Efek di pasar perdana dapat meminta fisik Efek sebagai bukti kepemilikan pembelian Efek suatu perusahaan tertentu tanpa perlu untuk membuka rekening Efek selanjutnya investor tersebut dapat pula menjualnya kepada investor lain diluar lantai bursa.

Dari sisi syariah, keseluruhan transaksi baik transaksi di bursa maupun di luar bursa harus tunduk kepada hukum islam tentang transaksi.

Berdasarkan prinsip umum syariah dalam transaksi tersebut di atas, maka meskipun transaksi di luar bursa secara umum dapat dilakukan tanpa mengacu pada Peraturan Bapepam-LK ataupun sistem perdagangan di Bursa Efek tertentu, namun wajib tunduk pada prinsip hukum islam mengenai transaksi sebagaimana tersebut di atas.

### **C. Analisis Aspek Pengaturan Terkait Mekanisme Perdagangan Efek Secara Syariah**

Pengaturan mekanisme perdagangan Efek secara syariah merupakan hal yang sangat diperlukan. Hal ini dikarenakan pada pasar modal di Indonesia telah diperjualbelikan Efek-efek yang termasuk dalam kategori Efek Syariah sebagaimana telah diatur dalam Peraturan Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah. Di samping itu, regulator harus dapat memberikan kepastian hukum terhadap para *stakeholder* yang secara rasional maupun emosional ingin melaksanakan transaksi Efek berdasarkan prinsip-prinsip syariah.

Sebagaimana telah diuraikan pada bagian sebelumnya, secara umum mekanisme perdagangan Efek baik di bursa maupun di luar bursa yang ada saat ini belum sepenuhnya dilaksanakan sesuai dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal. Oleh karena itu, dalam pembahasan ini akan dilihat apakah isu-isu syariah yang telah diidentifikasi dan dibahas dalam sub bab A dan B telah diatur secara memadai dalam perangkat aturan yang ada.

Pada tahap pembukaan rekening dan penyampaian order, isu syariah yang sangat melekat dalam tahap ini adalah pelaksanaan transaksi secara tidak langsung oleh nasabah. Oleh karena itu, untuk memenuhi kesyariahan dari transaksi dimaksud perlu adanya akad *wakalah* antara nasabah dan Perusahaan Efek baik secara implisit maupun eksplisit. Berkenaan dengan hal tersebut, beberapa peraturan Bapepam- LK secara implisit telah mengatur hal-hal terkait akad *wakalah* pada tahap pembukaan rekening dan penyampaian order, yaitu peraturan nomor V.D.3 tentang Pengendalian Interen Penyelenggaraan Pembukuan Oleh Perusahaan

Efek, peraturan nomor V.D.9 tentang Pedoman Perjanjian Agen Perusahaan Efek Anggota Bursa Efek, dan peraturan nomor V.D.10 tentang Prinsip Mengenal Nasabah Oleh Penyedia Jasa Keuangan di Bidang Pasar Modal.

Di dalam Peraturan Nomor V.D.3 antara lain diatur bahwa kontrak antara Perusahaan Efek dengan nasabah mengenai pembukaan rekening harus memuat antara lain bahwa dana dan Efek dalam rekening Efek atas nama nasabah dapat disimpan dalam rekening Efek pada bank kustodian atau Lembaga Penyimpanan dan penyelesaian atas nama Perusahaan Efek untuk kepentingan nasabah bersangkutan. Dalam kontrak tersebut juga dilengkapi dengan dokumen antara lain surat kuasa dari nasabah yang memberikan wewenang kepada pihak ketiga untuk memberikan instruksi kepada Perusahaan Efek sehubungan dengan rekening Efek nasabah tersebut, dan keterangan yang jelas terkait dengan jati diri nasabah.

Selanjutnya, berkenaan dengan adanya pihak ketiga yaitu PE non AB yang terlibat dalam transaksi Efek nasabah, sehingga dalam penyampaian order maupun transaksi lainnya, nasabah akan bertransaksi melalui PE non AB terlebih dahulu dan dilanjutkan transaksi antara PE non AB dengan PE. Berkenaan dengan hal tersebut, Peraturan Nomor V.D.9 mengatur bahwa dalam hal Anggota Bursa Efek membuka rekening Efek untuk nasabah Perusahaan Efek bukan Anggota Bursa Efek, maka Anggota Bursa Efek wajib membuat kontrak pembukaan rekening Efek yang ditandatangani oleh nasabah, Anggota Bursa Efek, dan Perusahaan Efek bukan Anggota Bursa Efek. Kontrak tersebut wajib memuat ketentuan yang mengatur tentang ada tidaknya pemberian kewenangan oleh nasabah kepada Perusahaan Efek bukan AB untuk menerima pesanan secara lisan sehubungan dengan rekening Efek nasabah dimaksud pada Anggota Bursa Efek.

Dalam rangka lebih mengetahui informasi mengenai nasabah, Peraturan Nomor V.D.10 tentang Prinsip Mengenal Nasabah oleh Penyedia Jasa Keuangan di bidang Pasar Modal telah mengatur tugas dan fungsi institusi terkait dengan penerapan prinsip mengenal nasabah. Berdasarkan peraturan tersebut, penyedia jasa keuangan di bidang pasar modal wajib memantau pengkinian profil nasabah dan profil transaksinya.

Pada tahap pemrosesan order nasabah dan pelaksanaan transaksi, isu syariah yang penting adalah mengenai mekanisme lelang berkelanjutan. Sedangkan pemrosesan order dilakukan secara otomatis melalui sistem JATS- *Next G* dan telah diatur dalam peraturan bursa terkait perdagangan Efek. Terkait dengan lelang berkelanjutan, Bapepam-LK tidak mengatur mengenai hal tersebut. Peraturan Nomor III.A.10 tentang Transaksi Efek hanya mengatur secara umum terkait transaksi Efek. Dalam peraturan tersebut antara lain dinyatakan bahwa Transaksi bursa adalah kontrak yang dibuat oleh Anggota Bursa Efek sesuai dengan persyaratan yang ditentukan oleh Bursa Efek mengenai jual beli Efek, pinjam-meminjam Efek, atau kontrak lain mengenai Efek dan harga Efek. Di samping itu, Peraturan Nomor III.A.10 juga mengatur bahwa pelaksanaan transaksi Efek untuk nasabah pemilik rekening dilakukan oleh Perusahaan Efek untuk kepentingan rekening nasabahnya sesuai dengan kontrak antara Perusahaan Efek dengan nasabah tersebut.

Dalam ketentuan Bursa terkait perdagangan Efek yaitu Peraturan Nomor II-A Tentang Perdagangan Efek, bursa telah mengatur mengenai mekanisme perdagangan Efek, pihak-pihak yang terlibat dalam perdagangan Efek, hak dan kewajiban masing-masing pihak terkait, dan penggunaan sistem yang digunakan

dalam pemrosesan order nasabah. Namun demikian dalam Peraturan bursa belum secara jelas diatur mengenai mekanisme lelang berkesinambungan secara syariah. Hal ini disebabkan, DSN-MUI belum menerbitkan fatwa terkait pedoman pelaksanaan lelang berkesinambungan yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah di pasar modal.

Tahap terakhir dari transaksi di bursa adalah kliring, penjaminan dan penyelesaian transaksi. Isu syariah yang diangkat pada tahap ini adalah terkait *netting*, novasi, dana jaminan dan penyelesaian transaksi pada (T+3). Kegiatan kliring merupakan tugas KPEI sebagaimana diatur dalam Peraturan KPEI Nomor II.5 tentang Kliring Transaksi Bursa Tanpa Warkat. Dalam peraturan tersebut antara lain dinyatakan bahwa KPEI melakukan Kliring terhadap hak dan kewajiban Anggota Kliring yang timbul dari Transaksi Bursa pada Bursa Efek sesuai dengan penjanjian antara KPEI dengan Bursa Efek. Dalam proses kliring tersebut hak dan kewajiban baik Efek maupun dana dari masing-masing anggota kliring yang melaksanakan transaksi akan tercatat dalam Daftar Hasil Kliring (DHK).

Peraturan Bapepam Nomor III.B.6 tentang Penjaminan Penyelesaian Transaksi telah mengatur antara lain bahwa Bursa Efek wajib mengatur setiap jenis transaksi bursa dan wajib membuat kontrak dengan lembaga kliring dan penjaminan mengenai tata cara penjaminan penyelesaian transaksi bursa. Selanjutnya dalam peraturan tersebut juga mengatur mengenai tanggung jawab direksi lembaga kliring dan penjaminan untuk memastikan bahwa semua pesanan transaksi bursa anggota kliring sebelum dilaksanakan mempunyai agunan yang cukup pada rekening jaminan anggota kliring tersebut dan rekening tersebut

dapat dikendalikan untuk penyelesaian kewajiban anggota kliring kepada lembaga kliring dan penjaminan.

Peraturan Bapepam Nomor III.B.7 tentang Dana jaminan antara lain diatur bahwa dana jaminan adalah kumpulan dana dan atau Efek yang diadministrasikan dan dikelola oleh Lembaga Kliring dan Penjaminan. Dalam Peraturan tersebut juga diatur bahwa dana jaminan hanya dapat diinvestasikan dalam Surat Utang Negara dan atau deposito bank dengan komposisi yang disetujui oleh komite kebijakan kredit dan pengendalian risiko. Pengadministrasian dan pengelolaan dana jaminan pada Surat Utang Negara dan deposito bank sangat dimungkinkan akan terjadi percampuran dengan dana-dana lainnya yang bersifat ribawi. Oleh karena itu, untuk mengurangi potensi percampuran tersebut, bagi investor yang ingin dana investasinya dikelola secara syariah perlu disediakan tempat pengadministrasian dan pengelolaan yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah.

Pada transaksi di luar bursa, berdasarkan Peraturan Bapepam dan LK Nomor X.M.3 tentang Pelaporan Transaksi Efek antara lain dinyatakan bahwa setiap Pihak dapat melakukan transaksi Efek di pasar sekunder baik di Bursa Efek maupun di luar Bursa Efek. Transaksi-transaksi tersebut wajib dilaporkan kepada Bapepam-LK melalui Penerima Laporan Transaksi Efek. Pelaporan tersebut dilakukan oleh Partisipan. Sesuai dengan Peraturan tersebut, Partisipan adalah Perantara Pedagang Efek, Bank, atau Pihak lain yang disetujui Bapepam- LK, yang menggunakan sistem dan/ atau sarana pelaporan Transaksi Efek dan terdaftar pada Penerima Laporan Transaksi Efek. Oleh karena itu, transaksi di luar bursa wajib untuk dilaporkan kepada Bapepam-LK.

Berdasarkan isu syariah dan regulasi yang mengatur mengenai transaksi Efek di pasar sekunder, dapat dilihat bahwa peraturan-peraturan yang ada telah mengatur transaksi syariah baik di bursa maupun di luar bursa secara jelas. Hal ini akan meningkatkan kejelasan bagi pihak yang berkepentingan dengan transaksi Efek atau mengurangi ketidakpastian (*gharar*) dalam pelaksanaan transaksinya. Untuk beberapa tahapan transaksi seperti pembukaan rekening nasabah dan penyampaian order, pengaturan untuk hal tersebut telah dilakukan secara esensi dan implisit tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Namun demikian, terdapat beberapa isu syariah seperti lelang berkesinambungan, *netting*, novasi, pengelolaan dan pengadministrasian dana jaminan, serta waktu penyelesaian transaksi yang berbeda dengan terjadinya transaksi yang perlu dikaji lebih lanjut.

## BAB V

### SIMPULAN DAN REKOMENDASI

#### A. Simpulan

Berdasarkan analisis dan pembahasan yang telah diuraikan dalam bab sebelumnya dapat disimpulkan beberapa hal sebagai berikut:

1. Praktik perdagangan efek syariah yang ada saat ini baik di Indonesia maupun di luar negeri secara umum mempunyai prosedur dan tata cara yang sama dengan perdagangan efek konvensional. Prosedur dan tata cara yang sama dapat dilihat pada pelaksanaan transaksi nasabah, sistem perdagangan dengan mekanisme lelang berkesinambungan (*continuous auction*), jenis pasar yang digunakan dan tata cara penyelesaian dan penjaminan transaksi efek tersebut.
2. Berdasarkan kaidah fikih muamalah, transaksi efek di pasar sekunder hukum asalnya diperbolehkan kecuali ada hal-hal yang dilarang. Meskipun diperbolehkan dan merupakan suatu kelaziman, namun perlu adanya batasan-batasan bahwa transaksi efek di pasar sekunder tersebut telah sesuai syariah atau tidak.
3. Beberapa kegiatan terkait perdagangan efek di pasar sekunder yaitu transaksi nasabah yang dilaksanakan secara tidak langsung dengan melalui Perantara Pedagang Efek, pelaksanaan transaksi melalui mekanisme lelang, serta transaksi kliring dan penjaminan transaksi efek, dimungkinkan dilaksanakan berdasarkan prinsip-prinsip syariah.
4. Ketentuan yang ada baik peraturan Bapepam-LK maupun Bursa Efek Indonesia telah mengatur secara detil terkait transaksi efek secara umum yaitu dari sisi mekanisme perdagangannya. Namun demikian, kegiatan perdagangan Efek tersebut

masih perlu dipertegas dari aspek kesyariahaannya oleh DSN-MUI dalam bentuk opini atau fatwa yang lebih spesifik pada mekanisme perdagangan efek.

## **B. Rekomendasi**

Berdasarkan simpulan di atas, untuk memberikan kepastian dan kejelasan pelaksanaan pasar sekunder Efek Syariah di pasar modal, tim memberikan rekomendasi hal-hal sebagai berikut:

1. Perlunya pembahasan lebih lanjut yang difokuskan pada aspek kesyariahan atas kegiatan terkait pelaksanaan transaksi nasabah, sistem perdagangan dengan mekanisme lelang berkesinambungan (*continuous auction*), jenis pasar yang digunakan dan tata cara penyelesaian dan penjaminan transaksi Efek dalam rangka penyusunan Fatwa DSN-MUI.
2. Perlunya Fatwa khusus DSN-MUI terkait dengan kegiatan pasar sekunder Efek Syariah, terutama yang dilakukan di Bursa Efek agar terdapat kejelasan dari sisi syariah terkait kegiatan tersebut sehingga masyarakat dapat mengerti dan memahami serta memperoleh ketenangan dalam melakukan kegiatan di pasar modal.
3. Perlunya sosialisasi kepada para *stakeholder* tentang kejelasan aspek syariah pada kegiatan pasar sekunder efek syariah, sehingga para *stakeholder* memahami mekanisme perdagangan pasar sekunder efek yang tidak bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal.
4. Perlunya koordinasi dan kerja sama antara Bapepam-LK, Bursa Efek Indonesia dan DSN-MUI untuk menindaklanjuti hasil kajian ini.

## DAFTAR KEPUSTAKAAN

1. Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal.
2. Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas.
3. Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara.
4. Peraturan Pemerintah No, 45 Tahun 1995 tentang Penyelenggaraan Kegiatan Di Bidang Pasar Modal.
5. Peraturan Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah.
6. Peraturan Nomor IX.A.14 tentang Akad-akad Yang Digunakan Dalam Penerbitan Efek Syariah di Pasar Modal.
7. Peraturan Nomor II.K.1 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah.
8. Peraturan Bapepam dan LK di <http://www.bapepam.go.id>.
9. Accounting and Auditing Organization For Islamic Financial Institutions (AAOIFI).
10. Dewan Syariah Nasional MUI, (2006). "Himpunan Fatwa". Jakarta, Dewan Syariah Nasional MUI dan Bank Indonesia, Edisi Revisi 2006.
11. Ahmad, M.M. 2010. *Global Financial Crisis Discussion Series Paper 19: Sudan Phase 2. Overseas Development Institute*. <http://www.odi.org.uk/resources/download/4739.pdf>. Di akses tanggal 2 Juli 2010.
12. Al Zuhayli, Wahbah, Dr (2001). "*Al-Fiqh Al-Islam Wa Adillatuh (Islamic Jurisprudence and Its Proofs)*". Volume 1, Dar Al-fikr, Damascuss
13. Al-Barwary, Sya'ban Muhammad Islam (2007). "Bursa Saham Menurut Pandangan Islam". Berlian Publications SDN, BHD, Kuala Lumpur, Malaysia
14. Anour, I. A. 2007. "*Testing Efficiency Performance of an Underdeveloped Stock Market*". Arab Planning Institute. [http://mpr.ub.uni-muenchen.de/15020/1/MPRA\\_paper\\_15020.pdf](http://mpr.ub.uni-muenchen.de/15020/1/MPRA_paper_15020.pdf). Di akses tanggal 2 Juli 2010.
15. Hearn, B., J. Piesse & R. Strange. 2010. "*The Role of The Stock Market in The Provision of Islamic Development Finance: Evidence from Sudan*". (June 06, 2010). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1302935> Di akses tanggal 2 Juli 2010.
16. M. Taqi Usmani (2005). "*An introduction to Islamic Finance*", Karachi, Pakistan: Maktaba Ma'ariful Qur'an.
17. Rippati, Kirsi (2004). "*Central counterparty clearing: constructing a framework for evaluation of risks and benefits*". Discussion paper, Bank of Finland.
18. Sulaeman, F. 2009. "*Sudan and a Sharia'a Compliant Stock Exchange*". <http://www.theracetothetbottom.org/international-governance/sudan-and-a-sharia-compliant-stock-exchange.html>. Di akses tanggal 2 Juli 2010.
19. The Khartoum Stock Exchange Act. [http://www.kse.com.sd/show\\_item\\_ar.php?id=7&t=0](http://www.kse.com.sd/show_item_ar.php?id=7&t=0). Di akses tanggal 2 Juli 2010.

**DAFTAR ANGGOTA TIM KAJIAN**

**TIM KAJIAN  
TENTANG PASAR SEKUNDER EFEK SYARIAH  
DI PASAR MODAL INDONESIA**

**Muhammad Touriq**

**Arif Machfoed**

**Bimahyunaidi Umayah**

**Kiagus M. Zainuddin**

**Ridwan**

**Arif Budiman**

**Agustiyatun**

**Andriansyah**

**Solihin**

**Darwin Nasution**

**Hery Herdianto**

**Royani**

**Andry Wicaksono**

**Dwi Adriani Priabdi**

**Mar'atush Shalihah**

**Gabena Rambe**