

BAB II

LANDASAN TEORI DAN KAJIAN LITERATUR

Beberapa teori serta penelitian terdahulu ditelaah dan dijadikan pertimbangan bagi peneliti dalam penulisan topik ini, yang tercantum pada latar belakang, metodologi, maupun dicantumkan pada bab landasan teori. Adapun demikian, masih banyak penelitian-penelitian terdahulu yang mengungkap kasus dan memiliki fokus yang berbeda dengan penelitian ini, namun ada juga beberapa diantaranya memiliki kaitan menguatkan atau melemahkan dengan penelitian lainnya, tidak terkecuali terhadap penelitian ini.

2.1 Perkembangan Pasar Modal Syariah di Indonesia

Menurut Metwally (1995) fungsi dari keberadaan pasar modal syariah (1) Memungkinkan bagi masyarakat berpartisipasi dalam kegiatan bisnis dengan, (2) Memperoleh bagian dari keuntungan dan risikonya, (3) Memungkinkan para pemegang saham menjual sahamnya guna mendapatkan likuiditas; (4) Memungkinkan perusahaan meningkatkan modal dari luar untuk membangun dan mengembangkan lini produksinya; (5) Memisahkan operasi kegiatan bisnis dari fluktuasi jangka pendek pada harga saham yang merupakan ciri umum pada pasar modal konvensional dan (6) Memungkinkan investasi pada ekonomi itu ditentukan oleh kinerja kegiatan bisnis sebagaimana tercermin pada harga saham.

Perkembangan pasar modal syariah di Indonesia secara umum ditandai oleh berbagai indikator diantaranya adalah semakin maraknya para pelaku pasar modal syariah yang mengeluarkan efek-efek syariah selain saham-saham dalam *Jakarta Islamic Index* (JII). Dalam perjalanannya perkembangan pasar modal syariah di Indonesia telah mengalami kemajuan, sebagai gambaran bahwa setidaknya terdapat beberapa perkembangan dan kemajuan pasar modal syariah yang patut dicatat hingga tahun 2004, diantaranya adalah telah diterbitkan 5 (lima) Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) yang berkaitan dengan industri pasar modal. Adapun ke lima fatwa dimaksud adalah :

1. No.20/DSN-MUI/IX/2000 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksa Dana Syariah;
2. No.32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah;
3. No.33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah Mudharabah;
4. No.40/DSN-MUI/IX/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip syariah di Bidang Pasar Modal;
5. No.41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syariah Ijarah.

Fatwa-fatwa tersebut di atas mengatur prinsip-prinsip syariah di bidang pasar modal yang meliputi bahwa suatu efek dipandang telah memenuhi prinsip-prinsip syariah apabila telah memperoleh pernyataan kesesuaian syariah secara tertulis dari DSN MUI. Adapun tahapan-tahapan yang harus dilalui untuk memperoleh sertifikat atau predikat syariah dari DSN MUI yaitu bahwa calon emiten terlebih dahulu harus mempresentasikan terutama struktur bagi hasilnya dengan nasabah atau investor, struktur transaksinya, bentuk perjanjiannya seperti perjanjian perwali amanatan dan lain-lain.

2.2 Investasi Keuangan Syariah

Investasi menurut definisi adalah menanamkan atau menempatkan aset, baik berupa harta maupun dana, pada sesuatu yang diharapkan akan memberikan hasil pendapatan atau akan meningkat nilainya di masa mendatang. Sedangkan investasi keuangan adalah menanamkan dana pada suatu surat berharga yang diharapkan akan meningkat nilainya di masa mendatang.

Investasi keuangan menurut Syariah dapat berkaitan dengan kegiatan perdagangan atau kegiatan usaha, dimana kegiatan usaha dapat berbentuk usaha yang berkaitan dengan suatu produk atau aset maupun usaha jasa. Namun investasi keuangan menurut Syariah harus terkait secara langsung dengan suatu aset atau kegiatan usaha yang spesifik dan menghasilkan manfaat, karena hanya atas manfaat tersebut dapat dilakukan bagi hasil. Karena itu salah satu bentuk investasi yang sesuai dengan Syariah adalah membeli saham perusahaan, baik perusahaan non-publik (*private equity*) maupun perusahaan publik atau terbuka.

Untuk perusahaan publik, pemilikan saham dapat dilakukan secara langsung dengan menempatkan modal ke dalam perusahaan pada saat penawaran perdana, maupun melalui transaksi perdagangan sekunder di bursa saham. 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 aqad yang terjadi bukanlah aqad Mudharaba murni karena pemegang saham selaku Pemilik Harta tidak dapat sewaktu-waktu menarik dananya dari perusahaan.

Dalam hal investasi keuangan melalui penempatan modal pada perusahaan non-publik, jumlah pemegang saham dibatasi maksimal 50 pihak. Oleh karena itu sebagian besar pemegang saham umumnya ikut terlibat dalam pengurusan perusahaan. Sehingga ikatan yang terjadi antar pemegang saham dapat dikatakan sebagai aqad Musyaraka.

Pada penawaran perdana untuk perusahaan perdana untuk perusahaan publik, investor menempatkan dana secara langsung ke dalam perusahaan dan mendapat saham sebagai bukti kepemilikan pada perusahaan. Sehingga pada penawaran perdana, 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.

2.3 Prinsip Syariah pada Pembiayaan dan Investasi

Pontjowinoto (2003:37) menyatakan bahwa kegiatan pembiayaan dan investasi keuangan menurut 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 pembiayaan dan investasi keuangan adalah termasuk kegiatan usaha namun secara

Universitas Indonesia

pasif. Sehingga prinsip Syariah dalam pembiayaan dan investasi keuangan pada dasarnya sama dengan pada kegiatan usaha lainnya yaitu prinsip kehalalan dan keadilan. Secara umum prinsip tersebut adalah:

- 1) Pembiayaan dan investasi hanya dapat dilakukan pada aset atau kegiatan usaha yang halal, dimana kegiatan usaha tersebut adalah spesifik dan bermanfaat sehingga atas manfaat yang timbul dapat dilakukan bagi hasil.
- 2) Karena uang adalah alat bantu pertukaran nilai dan Pemilik Harta akan menerima bagi hasil dari manfaat yang timbul dari kegiatan usaha, maka pembiayaan dan investasi harus pada mata uang yang sama dengan pembukuan kegiatan usaha.
- 3) Aqad 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 kerugian (*gharar*).
- 4) Pemilik Harta (Investor) dan Pemilik Usaha (Emiten) tidak boleh mengambil risiko yang melebihi kemampuan (*maysir*) yang dapat menimbulkan kerugian yang sebenarnya dapat dihindari.
- 5) 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*).

2.4 Penerapan Prinsip-Prinsip Syariah di Pasar Modal

Berdasarkan Pontjowinoto (2003:38), bentuk ideal dari pasar modal dapat dicapai dengan terpenuhinya empat pilar pasar modal:

- 1) Emiten dan efek yang diterbitkannya memenuhi kaidah keadilan, kehati-hatian dan transparansi;
- 2) Pelaku pasar (investor) yang telah memiliki pemahaman yang baik tentang risiko dan manfaat transaksi di pasar modal;
- 3) Infrastruktur informasi bursa efek yang transparan dan tepat waktu yang merata di publik yang ditunjang oleh mekanisme pasar yang wajar;

Universitas Indonesia

- 4) Pengawasan dan penegakkan hukum oleh otoritas pasar modal dapat diselenggarakan secara efisien, efektif dan ekonomis.

Dari penjelasan tersebut di atas, terlihat bahwa prinsip-prinsip Syariah sudah meliputi semua prinsip dari pasar modal yang ideal. Namun prinsip-prinsip Syariah juga memberikan penekanan (*emphasis*) pada:

- 1) Kehalalan produksi/jasa dari kegiatan usaha, karena menurut prinsip Syariah manusia hanya boleh memperoleh keuntungan atau penambahan harta dari hal-hal yang halal dan baik.
- 2) Adanya kegiatan usaha yang spesifik dengan manfaat yang jelas, sehingga tidak ada keraguan akan hasil usaha yang akan menjadi obyek dalam perhitungan keuntungan yang diperoleh.
- 3) Adanya mekanisme bagi hasil yang adil –baik dalam untung maupun rugi– menurut penyertaan masing-masing pihak.
- 4) Penekanan pada mekanisme pasar yang wajar dan prinsip kehati-hatian baik pada emiten maupun investor.

Namun sesuai dengan kaidah dasar atau hukum asal dari muamalah, maka penerapan ketentuan halal ini harus sesuai dengan kondisi aktualnya. Pada situasi yang tidak mempengaruhi kondisi halal dan thoyib dari hasil maka situasi tersebut tidak bisa menggagalkan kehalalan hasil. Situasi tersebut termasuk hal-hal yang berkaitan dengan:

- 1) Kondisi dan cara berusaha pihak ketiga yang menjadi pasangan perdagangan (penjual asal) dalam aqad Murabaha selama barang (maal) yang menjadi obyek transaksi diyakini termasuk barang halal.
- 2) Keimanan dari perorangan yang menjadi pemilik ataupun pengelola (manajemen) dari perusahaan (Emiten) yang memberikan hasil yang halal.
- 3) Tingkah laku dari pihak-pihak lain yang ikut mengadakan transaksi dalam mekanisme pasar selama bisa dikelola sehingga tidak berkaitan langsung (terpisah) dengan kegiatan yang dinyatakan sesuai dengan prinsip-prinsip Syariah.

- 4) Pembukuan kegiatan-kegiatan lain dari perusahaan (Emiten) selama menurut pedoman dan standar yang berlaku dapat dipisahkan pembukuan dari kegiatan yang dinyatakan sesuai dengan prinsip-prinsip Syariah.

2.5 Emiten yang Sesuai dengan Prinsip Syariah

Pembiayaan dan investasi keuangan yang sesuai dengan prinsip-prinsip Syariah hanya dapat diberikan kepada perusahaan yang kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip Syariah. Kegiatan perdagangan dan usaha yang tidak berkaitan dengan produk atau jasa yang haram (misalnya makanan haram, perjudian, maksiat) dan menghindari cara perdagangan dan usaha yang dilarang (termasuk riba, gharar, maysir). Karena itu tidak semua perusahaan dapat memenuhi kualifikasi sebagai emiten syariah, sehingga diperlukan fatwa ulama untuk memastikan pemenuhan kualifikasi tersebut.

Secara umum dapat dikatakan bahwa Syariah menghendaki kegiatan ekonomi yang halal, baik dari produk yang menjadi obyek, dari cara perolehannya, serta dari cara penggunaannya. Sehingga ketentuan umum mengenai Emiten yang sesuai dengan prinsip-prinsip Syariah adalah:

1. Halal Produk (dan jasa),

Emiten dilarang mempunyai obyek usaha berupa makanan-minuman yang tergolong haram, hal-hal yang berkaitan dengan maksiat dan pornografi, narkoba, sampai hal-hal yang lebih banyak mudharat dibanding dengan manfaatnya misalnya senjata dan rokok. Bahkan Emiten yang bergerak di dunia hiburan serta perusahaan jasa *hospitality* memudahkan terjadinya maksiat juga umumnya dihindari oleh Investor. Setelah menerbitkan efek Syariah dan selama efek syariah tersebut masih efektif, Emiten dilarang melakukan penggabungan, peleburan atau pengambil alihan usaha yang mengakibatkan produk (dan jasa) Emiten tidak lagi memenuhi ketentuan halal. Pontjowinoto (2003:37)

2. Halal Cara Perolehan (Pendapatan Riba)

Emiten harus mendapat penghasilan usaha dari usaha ekonomi secara ridho sama ridho serta tidak bertindak zholim dan tidak boleh diperlakukan

Universitas Indonesia

zholim. Riba adalah salah satu hal yang dilarang oleh Syariah, karena bunga bank adalah salah satu bentuk riba, maka bank umum konvensional tidak bisa menjadi Emiten. Tetapi mengingat kondisi riil dari kegiatan usaha di Indonesia, maka perusahaan non lembaga keuangan yang memiliki pendapatan bunga dalam prosentase yang marjinal terhadap pendapatan usaha masih dapat menjadi Emiten.

3. Halal Cara Perolehan (Prinsip Keterbukaan)

Emiten harus menjalankan kegiatan usaha dengan cara yang baik, memenuhi prinsip keterbukaan dan dilarang menciptakan keraguan yang dapat merugikan (*gharar*). Dalam penawaran perdana, Emiten harus menyatakan dengan jelas pada kegiatan usaha spesifik yang mana hasil emisi akan digunakan. Kemudian Emiten harus memberikan informasi yang jelas dan tidak menyesatkan –baik dalam bentuk prospektus ataupun bentuk lainnya– mengenai fakta material termasuk peluang hasil dan kemungkinan risiko yang ada, sehingga Investor dapat mengadakan analisis dan menentukan apakah peluang hasil sesuai dengan harapannya dan kemungkinan risiko masih dalam batas kemampuannya untuk mengatasi.

4. Halal Cara Pemakaian (Manajemen Usaha)

Emiten harus mempunyai manajemen yang berperilaku Islami, menghormati hak azasi manusia, menjaga lingkungan hidup, melaksanakan *good corporate governance*, serta tidak spekulatif dan memegang teguh prinsip kehati-hatian. Emiten dilarang melakukan tindakan yang mengganggu mekanisme pasar dalam memasarkan produknya, baik gangguan dalam penawaran (*ikhtikar*) maupun dalam permintaan (*najasy*). Emiten juga harus mencegah adanya benturan antara kepentingan Emiten dengan kepentingan pribadi pengurus dan pemegang saham mayoritas. Emiten juga dilarang mengambil risiko yang berlebihan (*maysir*), termasuk risiko mengambil pembiayaan eksternal terhadap modal maupun rasio piutang terhadap pendapatan, yang berlebihan dibandingkan dengan kelayakan pada industri.

5. Halal Cara Pemakaian (Hubungan dengan Investor)

Emiten harus mempunyai pembukuan yang jelas –dan sebaiknya terpisah– mengenai kegiatan usaha yang dibiayai, sehingga dapat dinyatakan dengan transparan dan adil manfaat atau hasil usaha yang diperoleh pada kegiatan usaha yang dibiayai. Emiten juga tidak boleh terlibat dalam kegiatan yang dapat mengganggu mekanisme pembentukan harga dari efek yang diterbitkannya. Juga dilarang membuat gangguan pada pengambilan keputusan para pemegang efek dalam rapat umum pemegang efek.

Khan mempunyai kriteria yang sedikit berbeda mengenai syarat kesyariahan suatu saham, yaitu: (1) Emiten/perusahaan tersebut tidak berkaitan dengan riba; (2) Perusahaan tersebut tidak membuat atau memproduksi barang atau jasa yang dilarang oleh syariah; (3) Perusahaan tidak bertindak eksploitatif secara berlebihan terhadap faktor-faktor produksi alam yang diberikan Allah; (4) Perusahaan tidak mempermainkan harga sekehendaknya, perusahaan tersebut tidak menghalangi terjadinya free market, dan (5) Perusahaan tersebut mempunyai *social responsibility* yang tinggi sehingga punya kepedulian terhadap umat, dan memiliki *ethical behaviour*.

2.6 Kriteria Investasi Syariah

Prinsip-prinsip dasar transaksi syariah dalam investasi keuangan yaitu (Pontjowinoto, dalam Harahap, 2001: 280):

- 1). Transaksi dilakukan atas harta yang memberi nilai manfaat dan menghindari setiap transaksi yang *dzalim*. Setiap transaksi yang memberikan manfaat akan dilakukan bagi hasil.
- 2). Uang sebagai alat pertukaran bukan komoditas perdagangan dimana fungsinya adalah sebagai alat pertukaran nilai yang menggambarkan daya beli suatu barang atau harta. Sedangkan manfaat atau keuntungan yang ditimbulkannya berdasarkan atas pemakaian barang atau harta yang dibeli dengan uang tersebut.

- 3). Setiap transaksi harus transparan, tidak menimbulkan kerugian atau unsur penipuan disalah satu pihak baik secara sengaja maupun tidak sengaja (*gharar*). Diharamkan praktek *insider trading*.
- 4). Risiko yang mungkin timbul harus dikelola sehingga tidak menimbulkan risiko yang besar atau melebihi kemampuan menanggung risiko (*maysir*).
- 5). Dalam Islam setiap transaksi yang mengharapkan hasil harus bersedia menanggung risiko
- 6). Manajemen yang diterapkan manajemen Islami yang tidak mengandung unsur spekulatif dan menghormati hak asasi manusia serta menjaga kelestariannya lingkungan hidup.

Selain ketentuan tersebut diatas ada beberapa ketentuan lagi yang disyaratkan bagi perusahaan untuk berinvestasi dalam investasi keuangan syariah. Kriteria yang dikemukakan oleh fatwa Dewan Syariah Nasional untuk pedoman pelaksanaan investasi syariah adalah sebagai berikut (Harahap, 2001, hal 281):

1) Industri

Pada dasarnya hukum muamalah dalam Islam adalah segala sesuatu itu boleh kecuali ada dalil yang melarangnya. Seorang muslim dapat menginvestasikan dananya pada proyek pembangunan disektor riil atau perdagangan yang diperbolehkan oleh syariah. Industri yang dilarang oleh syariah adalah industri yang bergerak dalam memproduksi barang haram, misalnya minuman keras, makanan dari daging babi, jasa keuangan yang berbasis riba, industri perjudian, pelacuran, senjata gelap, memproduksi film atau gambar porno, penyalahgunaan obat-obat terlarang dan sebagainya.

- 2) Perusahaan yang mendapatkan dana pembiayaan atau sumber dana dari hutang tidak lebih dari 30% dari rasio modalnya.

Disinilah Islam melindungi ummatnya dari kesengsaraan utang. Rasulullah saw sendiri pernah bersabda: “Orang yang berhutang tidak pernah tenang dalam tidurnya”. Bahkan Al-Qur'an menyebutkan dalam surat Al-Baqarah ayat 280, dimana Allah memerintahkan kreditur untuk memberikan keringanan kepada debitur jika mengalami kesulitan.

“ Jika orang berhutang itu dalam kesukaran, maka berilah waktu tangguh sampai dia berkelapangan. Dan mersedekahkan sebagian atau seluruh hutang itu lebih baik bagimu jika kamu mengetahui” (Al-Baqarah: 280)

Selain dari rasio tersebut diatas, beberapa rasio yang telah disepakati oleh ulama adalah rasio utang atas aset (*debt to asset ratio*) dan rasio kontribusi pendapatan bunga terhadap keuntungan perusahaan. Sebab rasio hutang ini menurut ulama dapat menimbulkan kondisi *gharar* dan *maysir* yang dilarang karena menimbulkan risiko peningkatan ketidakpastian transaksi.

- 3) Pendapatan bunga yang diperoleh perusahaan tidak lebih dari 15%.

Tampaknya diperbolehkannya investasi pada perusahaan yang pendapatannya mengandung riba ini tidak konsisten dengan prinsip awal yang ingin diterapkan dalam ekonomi Islam, yaitu pelarangan riba. Tetapi kemungkinan maksud dari ”diperbolehkannya” pendapatan yang mengandung unsur riba tersebut karena semua bidang ekonomi yang saat ini telah menjadi partner lembaga atau organisasi yang berbasis syariah adalah lembaga sekuler (konvensional) yang memberikan imbalan jasa berupa bunga. Batas toleransi ini mungkin masih besar dengan rasio 15%. Akan tetapi lambat laun kalau bisa secepatnya setiap usaha harus bebas dari unsur riba.

- 4) Perusahaan yang memiliki aktiva kas atau piutang yang jumlah piutang dagangannya atas total piutangnya tidak lebih dari 50%.

Fatwa ini dimaksud bahwa setiap keragu-raguan (*syubhat* atau ketidakjelasan) dalam Islam hukumnya makruh. Dalam piutang bisa saja dan bahkan mungkin terjadi piutang ragu-ragu atau piutang tak tertagih. Islam melindungi harta pemiliknya, jangan sampai piutang ini menjadi piutang ragu ragu atau piutang tak tertagih sehingga akan mengurangi harta yang seharusnya menjadi haknya. Alasan lain, mengapa muslim disarankan untuk menginvestasikan dananya ke perusahaan yang tidak memiliki hutang lebih dari 50% dari total piutang adalah untuk kepentingan dalam membayar zakat. Dengan adanya kewajiban zakat ini perusahaan harus dapat menghitung kekayaan yang terkena zakat. Selain itu ulama menilai bahwa

Universitas Indonesia

rasio piutang seperti juga rasio utang terhadap pendapatan dapat menimbulkan kondisi *gharar* (penipuan) dan *maysir* (spekulasi) yang mengakibatkan meningkatnya risiko ketidakpastian pendapatan.

Berdasar pada kriteria-kriteria investasi syariah di atas, hendaknya penyusunan kriteria syariah tidak hanya didasarkan pada aspek produk maupun tolok ukur keuangan, namun hendaknya kriteria-kriteria syariah disusun lebih komprehensif. Penyusunan indeks saham syariah harus lebih menyeluruh dan mampu meningkatkan derajat syar'i dan sekaligus menghasilkan jumlah saham yang optimal dan memenuhi kualifikasi. Pendefinisian syariah juga lebih komprehensif dengan memiliki kebenaran dalam aspek teologis, kekuatan dalam metodologis, dan kemanfaatan lebih dalam aspek praksis. Sebagai contoh kriteria syariah dapat diturunkan dari kaidah *rahmatan lil 'alamin* sehingga suatu saham syariah selain memiliki produk yang tidak haram dan kaidah-kaidah keuangan yang tidak menjurus kepada ketidakpastian (*gharar*), juga harus memenuhi kriteria lain sebagai berikut:

- a) Hubungan kerja islami (kesejahteraan pekerja dan pemilik)
- b) Kepemilikan (keterbukaan)
- c) Berwawasan lingkungan (*eco-labeling*)
- d) Tingkat ketergantungan (bahan baku lokal/ impor)
- e) Jangkauan kemanfaatan (pasar domestik/ internasional)
- f) Dan lain-lain.

Kriteria-kriteria syariah di atas diharapkan memberikan perbedaan yang jelas, baik kehalalan produk, kinerja keuangan, dan kemanfaatan jangka panjang antara saham-saham syariah dengan non syariah.

2.7 Instrumen Pasar Modal Syariah

Investasi keuangan syariah harus disertai dengan kegiatan sektor riil atau transaksi yang mendasari (*underlying transaction*). Untuk itu, penciptaan instrumen investasi syariah dalam pasar modal adalah dari sekuritasi aset/proyek yang merupakan bukti penyertaan, sekuritasi utang atau penerbitan surat utang yang

timbul atas transaksi jual beli atau merupakan sumber pendanaan bagi perusahaan, sekuritasi modal, merupakan emisi surat berharga oleh perusahaan emiten yang telah terdaftar dalam pasar modal syariah dalam bentuk saham. Adapun instrumen pasar modal yang sesuai dengan syariah dalam pasar perdana adalah *muqaradah/mudharabah funds*, saham biasa (*common stock*), *muqaradah/mudharabah bonds*. Karena instrumen pasar modal tersebut diperdagangkan di pasar perdana, maka prinsip dasar pasar perdana adalah semua efek harus berbasis pada harta atau transaksi riil, tidak boleh menerbitkan efek utang untuk membayar kembali utang (*bay al dayn bi al dayn*), dana atau hasil penjualan efek akan diterima oleh perusahaan, hasil investasi akan diterima pemodal (*shohibul maal*), tidak boleh memberikan jaminan hasil yang semata-mata merupakan fungsi dari waktu (Harahap, 2001, hal 288).

Sedangkan untuk pasar sekunder ada beberapa tambahan dari prinsip dasar pasar perdana, yaitu tidak boleh membeli efek berbasis *trend* (indeks), suatu efek dapat diperjualbelikan namun hasil (manfaat) yang diperoleh dari efek tersebut berupa kupon atau deviden tidak boleh diperjual belikan, tidak boleh melakukan suatu transaksi *murabahah* dengan menjadikan objek transaksi sebagai jaminan. Adapun jenis instrumen pasar modal yang jelas diharamkan syariah adalah *preferred stock* (saham istimewa), *forward contract*, *option*.

2.8 Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam)

Untuk melindungi investor dari praktek-praktek tidak sehat di pasar saham, pasar ini perlu diregulasi untuk kepentingan publik. Jika pasar saham tidak diatur dan diawasi, ada kemungkinan kepercayaan masyarakat terhadap pasar saham akan luntur. Jika sampai publik tidak lagi percaya dengan pasar saham, maka tujuan semula dari pasar saham sebagai sarana alokasi dana yang efisien tidak akan tercapai. Untuk maksud ini, pada tahun 1976, melalui Keputusan Presiden, Departemen Keuangan Indonesia mendirikan Badan Pelaksana Pasar Modal (Bapepam). Peranan Bapepam pada saat itu adalah untuk melaksanakan jalannya kegiatan pasar modal dan juga meregulasinya. Kedua peranan ini, yaitu melaksanakan dan meregulasi dianggap menimbulkan konflik, karena badan ini dianggap meregulasi pelaksanaan dirinya sendiri. Oleh karena itu, pada tahun

Universitas Indonesia

1990 melalui Keputusan Presiden No. 53 tahun 1990 merubah Bapepam sebagai Badan Pengawas Pasar Modal yang fungsinya hanya sebagai pembuat regulasi (regulator), pengordinasi semua bursa-bursa pasar modal yang ada di Indonesia dan pengawas jalannya pasar modal (Jogiyanto, 2000: 50).¹

2.9 Proses *Go Public*

Berdasarkan www.bei.co.id, perusahaan memiliki berbagai alternatif sumber pendanaan, baik yang berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan. Alternatif pendanaan dari dalam perusahaan, umumnya dengan menggunakan laba yang ditahan perusahaan. Sedangkan alternatif pendanaan dari luar perusahaan dapat berasal dari kreditur berupa hutang, pembiayaan bentuk lain atau dengan penerbitan surat-surat utang, maupun pendanaan yang bersifat penyertaan dalam bentuk saham (*equity*). Pendanaan melalui mekanisme penyertaan umumnya dilakukan dengan menjual saham perusahaan kepada masyarakat atau sering dikenal dengan *go publik*. Untuk *go publik*, perusahaan perlu melakukan persiapan internal dan penyiapan dokumentasi sesuai dengan persyaratan untuk *go publik* atau penawaran umum, serta memenuhi semua persyaratan yang ditetapkan Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam).

Penawaran Umum atau sering pula disebut *go public* adalah kegiatan penawaran saham atau Efek lainnya yang dilakukan oleh perusahaan yang akan *go public* untuk menjual saham atau Efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur oleh UU Pasar Modal dan Peraturan Pelaksanaannya. Penawaran Umum mencakup kegiatan-kegiatan berikut:

1. Periode Pasar Perdana yaitu ketika Efek ditawarkan kepada pemodal oleh Penjamin Emisi melalui para Agen Penjual yang ditunjuk;
2. Penjataan Saham yaitu pengalokasian Efek pesanan para pemodal sesuai dengan jumlah Efek yang tersedia;

¹ Fungsi dari Bapepam adalah sama dengan Securities and Exchange Commission (SEC) di Amerika Serikat. SEC didirikan pada tahun 1934 oleh Kongres Amerika Serikat. Tujuan dari SEC adalah sebagai pembuat regulasi pasar saham untuk melindungi kepentingan investor, seperti misalnya mengharuskan sekuritas baru yang akan dijual ke publik untuk didaftarkan di SEC.

3. Pencatatan Efek di Bursa, yaitu saat Efek tersebut mulai diperdagangkan di Bursa.

Proses Penawaran Umum saham dapat dikelompokkan menjadi empat tahapan berikut:

1. Tahap Persiapan

Tahapan ini merupakan tahapan awal dalam rangka mempersiapkan segala sesuatu yang berkaitan dengan proses Penawaran Umum. Pada tahap yang paling awal perusahaan yang akan menerbitkan saham terlebih dahulu melakukan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) untuk meminta persetujuan para pemegang saham dalam rangka Penawaran Umum saham. Setelah mendapat persetujuan, selanjutnya emiten melakukan penunjukan penjamin emisi serta lembaga dan profesi penunjang pasar yaitu:

- a. Penjamin Emisi (*underwriter*). Merupakan pihak yang paling banyak keterlibatannya dalam membantu emiten dalam rangka penerbitan saham. Kegiatan yang dilakukan penjamin emisi antara lain: menyiapkan berbagai dokumen, membantu menyiapkan prospektus, dan memberikan penjaminan atas penerbitan.
- b. Akuntan Publik (Auditor Independen). Bertugas melakukan audit atau pemeriksaan atas laporan keuangan calon emiten.
- c. Penilai untuk melakukan penilaian terhadap aktiva tetap perusahaan dan menentukan nilai wajar dari aktiva tetap tersebut;
- d. Konsultan Hukum untuk memberikan pendapat dari segi hukum (*legal opinion*).
- e. Notaris untuk membuat akta-akta perubahan Anggaran Dasar, akta perjanjian-perjanjian dalam rangka penawaran umum dan juga notulen-notulen rapat.

2. Tahap Pengajuan Pernyataan Pendaftaran

Pada tahap ini, dilengkapi dengan dokumen-dokumen pendukung calon emiten menyampaikan pendaftaran kepada Badan Pengawas Pasar Modal hingga Bapepam menyatakan Pernyataan Pendaftaran menjadi Efektif.

3. Tahap Penawaran Saham

Tahapan ini merupakan tahapan utama, karena pada waktu inilah emiten menawarkan saham kepada masyarakat investor. Investor dapat membeli saham tersebut melalui agen-agen penjual yang telah ditunjuk. Masa Penawaran sekurang-kurangnya tiga hari kerja. Perlu diingat pula bahwa tidak seluruh keinginan investor terpenuhi dalam tahapan ini. Misal, saham yang dilepas ke pasar perdana sebanyak 100 juta saham sementara yang ingin dibeli seluruh investor berjumlah 150 juta saham. Jika investor tidak mendapatkan saham pada pasar perdana, maka investor tersebut dapat membeli di pasar sekunder yaitu setelah saham dicatatkan di Bursa Efek.

4. Tahap Pencatatan saham di Bursa Efek

Setelah selesai penjualan saham di pasar perdana, selanjutnya saham tersebut dicatatkan di Bursa Efek. Di Indonesia, saham dapat di catatkan di Bursa Efek Indonesia (BEI).

2.10 Pelaporan yang Diwajibkan bagi Emiten

Berdasarkan Jogiyanto (2000: 55), setelah perusahaan mencatatkan sahamnya di pasar bursa, perusahaan ini menjadi perusahaan publik yang sahamnya juga dimiliki oleh publik. Untuk melindungi publik yang juga merupakan pemilik dari perusahaan, Bapepam dan BEI mengharuskan perusahaan publik menyerahkan laporan-laporan rutin atau laporan-laporan khusus yang menerangkan peristiwa-peristiwa penting yang terjadi. Laporan-laporan ini akan segera disebarakan ke publik melalui pengumuman di bursa atau investor dapat mendapatkannya dengan meminta langsung di BEI atau melalui broker. Tabel 2.1 berikut ini berisi jenis-jenis pelaporan yang harus diserahkan baik ke Bapepam atau ke BEI.

Tabel 2.1 Laporan-laporan yang Harus Diserahkan Emiten.

No.	Pelaporan yang dibutuhkan	Dilaporkan ke		Deadline
		Bapepam	BEI	
A	RUTIN			
	Laporan Keuangan Tahunan yang diaudit	√	√	120 hari
	Laporan Keuangan Tahunan yang diiklankan	√	√	Paling sedikit 2 kali sirkulasi di koran
	Laporan Keuangan tengah-tahunan	√	√	Review terbatas: 90 hari; Tidak diaudit: 60 hari; Diaudit: 120 hari
	Laporan Keuangan tengah-tahunan yang diiklankan	√	√	Paling sedikit 2 kali sirkulasi di koran
	Laporan Kuartalan	-	√	Tidak diaudit: 60 hari
	Laporan Peningkatan Dana yang Diperoleh dari Publik	√	-	Setiap 3 bulan
	Laporan Registrasi Bulanan	-	√	Bulanan
B	PERIODIK			
	Laporan tiap-tiap Peristiwa Penting yang Terjadi	√	√	Dalam waktu 48 jam
C	LAPORAN LAINNYA			
	Amendment dari Articles of Association	√	√	5 hari setelah diterima Amendment
	Rencana Rapat Umum Pemegang Saham	√	√	Sebelum diiklankan
	Perubahan Anggota Dewan Direksi	√	√	Dalam waktu 48 jam
	Deviasi lebih besar dari 10% dari nilai-nilai proyeksi yang dipublikasikan.	√	√	Dalam waktu 2 hari setelah diketahui adanya deviasi.

Sumber: *Jakarta Stock Exchange, Fact Book 1995, special edition 1995 dalam Jogiyanto (2000, hlm 56).*²

2.11 Indeks Harga Saham

Suatu indeks diperlukan sebagai indikator untuk mengamati pergerakan harga dari sekuritas-sekuritas (Jogiyanto, 2000:60). Berdasarkan Direktori Pasar Modal Indonesia (2006, hlm 23), Indeks harga saham dapat digunakan untuk memantau perkembangan pasar efek secara keseluruhan. Sebagai indikator perdagangan,

² Digunakan referensi *Jakarta Stock Exchange, Fact Book 1995*, karena berdasarkan keterangan dari pihak BEI, bahwa peraturan tahun 1995 masih diberlakukan hingga saat ini (tahun 2008), karena peraturan yang baru belum diterbitkan oleh DPR.

indeks ini dibuat berdasarkan rumusan tertentu yang dirancang untuk mencerminkan tingkat aktivitas dan fluktuasi bursa efek. Setiap bursa efek mempunyai indikator tersendiri. Di Bursa Efek Jakarta (BEJ), indikator utamanya adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), yang diperkenalkan pada 1 April 1983. Selain IHSG, BEJ juga menggunakan indikator-indikator pergerakan saham lain dengan memperkenalkan indeks sektoral. Indeks ini menggunakan semua saham yang termasuk ke dalam masing-masing sektor.

Untuk melihat pergerakan saham yang paling sering diperdagangkan, BEJ membuat indeks LQ45. Indeks LQ45 dibuat untuk melihat pergerakan 45 jenis saham yang paling sering ditransaksikan selama periode tertentu. Adalagi, Indeks Syariah yang terdiri dari 30 jenis saham yang dipilih berdasarkan aturan syariat Islam, yaitu *Jakarta Islamic Index* (JII).

2.12 Indeks Harga Syariah

Investasi dalam pasar modal, khususnya dalam saham, memiliki profil risiko dan hasil yang berbeda dengan investasi keuangan lainnya. Karena itu setiap investor perlu memahami apakah investasinya telah memberikan hasil yang lebih baik dari rata-rata pasar. Sehingga di pasar modal yang telah maju diperlukan adanya tolok ukur (benchmark) yang umumnya berupa suatu indeks harga, misalnya indeks harga saham. Disamping sebagai tolok ukur, indeks syariah diperlukan untuk meningkatkan kepercayaan investor dan untuk mengembangkan reksa dana syariah. Melalui indeks syariah, diharapkan investor lebih mendapatkan transparansi akan laporan keuangan yang disumbangkan oleh para praktisi, pemenuhan ketentuan syariah sebagai hasil peran serta Dewan Syariah Nasional serta *accountability* dari pihak Bursa Efek yang melakukan monitoring.

Sangat ironis bahwa walaupun agama Islam dan sistim ekonomi syariah mulai disebarkan di Timur Tengah dan sebagian besar umat Islam di dunia berada di Indonesia, namun *equity fund* dan indeks saham yang luas yang mengikuti ketentuan Syariah lebih dulu diluncurkan di Amerika. *Equity Fund* pertama adalah the Amana Fund yang diluncurkan pada bulan Juni 1986 oleh the North American Islamic Trust. Pada bulan Februari 1999, Dow Jones Indexes meluncurkan Dow Jones Islamic Market Index (DJIM) dan sampai akhir tahun 2002 Dow Jones terus

Universitas Indonesia

mengembangkan seri DJIM dengan DJIM-Japan, DJIM-Asia, DJIM-Americas, DJIM-Internet dan yang terakhir DJIM-Extra Liquid.

Dan yang lebih ironis lagi adalah bahwa kurang dari 5% dari perusahaan yang diliput dalam DJIM yang berasal dari negara yang mayoritas penduduknya beragama Islam. Sementara banyak sekali *Islamic private dan mutual fund* yang mengikuti DJ Islamic Market Index, termasuk corporate dan retail fund yang diluncurkan oleh lembaga keuangan dari Timur Tengah seperti AlBaraka, SAMBA dan Wafra. Bahkan pada bulan November 1999, Financial Times Stock Exchange (FTSE) International di London juga telah meluncurkan the International Finance Corporation Indexes, unit dari IFC-World Bank, telah bekerjasama dengan ANZ Bank meluncurkan benchmark untuk Islamic Leasing Fund.

2.13 *Jakarta Islamic Index (JII)*

Saham syariah merupakan salah satu bentuk dari saham biasa yang memiliki karakteristik khusus berupa kontrol yang ketat dalam hal kehalalan ruang lingkup kegiatan usaha. *Jakarta Islamic Indeks (JII)* adalah indeks yang dikeluarkan oleh PT. Bursa Efek Jakarta yang merupakan subset dari Indeks Harga Saham Gabungan. JII diluncurkan pada tanggal 3 Juli 2000 dan menggunakan tahun 1 Januari 1995 sebagai *base date*.

Bagi perusahaan yang terdaftar di JII paling tidak mereka dinilai telah memenuhi penyaringan syariah dan kriteria untuk indeks. Penyaringan secara syariah yang difatwakan oleh Dewan Syariah Nasional No. 20 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksa Dana Syariah. Kriteria untuk indeks adalah Kapitalisasi pasar (*market capitalization*) dari saham dimana JII menggunakan kapitalisasi pasar harian rata-rata selama satu tahun. Perdagangan saham di bursa, JII menggunakan rata-rata harian perdagangan reguler saham di bursa selama satu tahun (Hamzah, 2005).

Berdasarkan Gozali (2005), bahwa *Jakarta Islamic Index (JII)* adalah papan indeks untuk 30 saham yang sudah dikategorikan *shariah compliance* atau tidak bertentangan dengan syariah. Biasanya JII ini di-review setiap enam bulan sekali.

Tapi, bukan hanya saham yang masuk JII saja yang sudah sesuai dengan ketentuan syariah. Karena JII ini hanya menampung 30 saham terbaik yang sudah sesuai syariah. Di luar JII pun masih ada saham yang bisa kita kategorikan sebagai saham yang sesuai dengan kaidah syariah.

Setidaknya ada dua syarat untuk menyatakan bahwa suatu saham bisa dikategorikan tidak melanggar ketentuan syariah. Kedua syarat itu yaitu:

1. Perusahaan tidak bertentangan dengan syariat Islam Yang dimaksud dengan perusahaan yang tidak bertentangan dengan syariat Islam yaitu perusahaan dengan bidang usaha dan manajemen yang tidak bertentangan dengan syariat, serta memiliki produk yang halal. Perusahaan yang memproduksi minuman keras atau perusahaan keuangan konvensional tidak memenuhi kategori ini.
2. Semua saham yang diterbitkan memiliki hak yang sama Saham adalah bukti kepemilikan atas sebuah perusahaan, maka peran setiap pemilik saham ditentukan dari jumlah lembar saham yang dimilikinya. Namun, pada kenyataannya ada perusahaan yang menerbitkan jenis saham yang tidak punya hak suara namun punya hak untuk mendapatkan deviden yang sudah pasti. Tentunya hal ini bertentangan dengan aturan syariat tentang bagi hasil. Maka saham yang sesuai syariat adalah saham yang setiap pemiliknya memiliki hak yang proporsional dengan jumlah lembar saham yang dimilikinya.

Penentuan kriteria pemilihan saham dalam JII melibatkan pihak Dewan Pengawas Syariah PT Danareksa Invesment Management. Sedangkan untuk menetapkan saham-saham yang akan masuk dalam perhitungan JII dilakukan dengan urutan seleksi sebagai berikut:

1. Memilih kumpulan saham dengan jenis usaha utama yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah dan sudah tercatat lebih dari 3 bulan (kecuali termasuk dalam 10 kapitalisasi besar).
2. Memilih saham berdasarkan laporan keuangan tahunan atau tengah tahun terakhir yang memiliki rasio Kewajiban terhadap Aktiva maksimal sebesar 90%.
3. Memilih 60 saham dari susunan saham diatas berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar terbesar selama satu tahun terakhir.

Universitas Indonesia

4. Memilih 30 saham dengan urutan berdasarkan tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan reguler selama satu tahun terakhir.

Sedangkan kriteria berdasarkan Fatwa DSN NO.: 20/DSN-MUI/IV/2001, tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksa Dana Syariah. Khususnya Pasal 10 tentang Kondisi Emiten yang Tidak Layak, yakni Suatu Emiten tidak layak diinvestasikan oleh Reksa Dana Syariah:

1. apabila struktur hutang terhadap modal sangat bergantung kepada pembiayaan dari hutang yang pada intinya merupakan pembiayaan yang mengandung unsur riba;
2. apabila suatu emiten memiliki nisbah hutang terhadap modal lebih dari 82% (hutang 45%, modal 55 %);
3. apabila manajemen suatu perusahaan diketahui telah bertindak melanggar prinsip usaha yang Islami.

Perhitungan JII dilakukan oleh Bursa Efek Jakarta dengan menggunakan metode perhitungan indeks yang telah ditetapkan Bursa Efek Jakarta, yaitu dengan bobot kapitalisasi pasar (*market cap weighted*). Perhitungan indeks ini juga mencakup penyesuaian-penyesuaian (*adjustment*) akibat berubahnya data emiten yang disebabkan oleh aksi korporasi.

Berdasarkan Qoyum (2006), penyusunan indeks saham syariah harusnya lebih menyeluruh dan mampu meningkatkan derajat syar'i dan sekaligus menghasilkan jumlah saham yang optimal dan memenuhi kualifikasi. Selain itu diperlukan pendefinisian syariah yang lebih komprehensif, memiliki kebenaran dalam aspek teologis, kekuatan dalam metodologis, dan kemanfaatan lebih dalam aspek praksis. Sebagai contoh kriteria syariah dapat diturunkan dari kaidah *rahmatan lil 'alamin* sehingga suatu saham syariah selain memiliki produk yang tidak haram dan kaidah-kaidah keuangan yang tidak menjurus kepada ketidakpastian (*gharar*), juga harus memenuhi kriteria lain sebagai berikut;

- a. Hubungan kerja islami (kesejahteraan pekerja dan pemilik)
- b. Kepemilikan (keterbukaan)
- c. Berwawasan lingkungan

Universitas Indonesia

- d. Tingkat ketergantungan (bahan baku lokal/ impor)
- e. Jangkauan kemanfaatan (pasar domestik/ internasional)
- f. Dan lain-lain

Masih berdasarkan penelitian Qoyum (2006), bahwa perlu dilakukan kajian yang lebih mendalam mengenai Fatwa DSN MUI No: 20/DSN-MUI/ 2001 khususnya berkaitan dengan kondisi emiten yang layak diinvestasikan reksadana syariah dibatasi pada emiten yang memiliki *debt to equity ratio* maksimal 82%. Selain dengan memperhatikan landasan-landasan syar'i juga mempertimbangkan kaidah Modigliani-Miller terkait dengan struktur modal yang optimal. Selain itu perlu dilakukan langkah-langkah nyata untuk membangun pasar modal syariah dengan menerapkan secara konsisten fatwa DSN MUI No: 20/ DSN-MUI/ 2001 khususnya terkait dengankriteria *debt to equity ratio* maksimal 82% terhadap semua jenis efek/saham syariah. Tahap awal dari pembangunan pasar modal syariah tidak harus membuat pasar modal yang terpisah.

2.14 Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah

Berdasarkan Peraturan Bapepam No.: KEP-314/BL/2007 (L-6) tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah. Menimbang bahwa dalam rangka memberikan panduan bagi Pihak yang berinvestasi pada portofolio Efek Syariah, dipandang perlu menetapkan Peraturan Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah.

2.15 Konsep Transaksi Jual Beli Saham Dalam Perspektif Syariah

Berdasarkan Akbar (2005) dalam penelitiannya, bahwa beberapa aspek dalam bentuk-bentuk transaksi dan penjualan yang dibolehkan dalam Islam akan membawa implikasi evaluasi terhadap institusi dan instrumen yang sudah ada, sekaligus (jika dimungkinkan) memberikan tawaran alternatif bentuk institusi dan instrumen yang dianggap lebih islami. Pada intinya, Islam mengajarkan agar dalam setiap proses transaksi, tidak ada pihak-pihak yang dirugikan. Islam memandang aturan-aturan transaksi dapat dijalankan, selagi rukun dan syaratnya dapat terpenuhi.

Rukun atau pilar sebagai syarat sahnya kontrak terdiri dari:

Universitas Indonesia

1. *Ijab qabul*. *Ijab* sebagai proposal positif atau pernyataan penawaran, sementara *qabul* merupakan penerimaan atau pernyataan kesetujuan.
2. Pihak-pihak yang melakukan kontrak harus memiliki kapasitas, mengerti hak, kewajiban, dan tanggungjawabnya.
3. Subyek kontrak, yang harus memiliki kondisi:
 - a). Secara prinsip bersifat legal dalam Islam, bukan sesuatu yang diharamkan,
 - b). Dispesifikasikan dan didefinisikan dengan jelas untuk menghindarkan ketidakpastian (*gharar*), kebingungan atau ambiguitas,
 - c). Harus dimiliki dan *exist*, untuk menghindari spekulasi.

2.16 Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu ditelaah dan dijadikan pertimbangan bagi peneliti pada bagian studi literatur, metodologi, dan beberapa bagian yang lain. Adapun demikian, masih banyak penelitian-penelitian terdahulu yang mengungkap kasus lain dan memiliki fokus yang berbeda dengan penelitian ini, namun ada juga beberapa diantaranya memiliki kaitan menguatkan atau melemahkan dengan penelitian lainnya, tidak terkecuali terhadap penelitian ini. Penelitian-penelitian tentang terdahulu tersebut dari tahun ke tahun antara lain adalah sebagai berikut:

1. Hasbi, Soleh (2004), menganalisis Perbandingan Kinerja Perusahaan Kelompok JII dan Perusahaan Kelompok Manufaktur di BEJ tahun 2003. Diberlakukannya indeks syariah, belum dapat disimpulkan bahwa pasar saham syariah telah mencerminkan suatu sistem yang sesuai dengan ajaran syariah. Hal tersebut disebabkan masih banyak praktek-praktek non-syariah yang tercermin dalam transaksi saham di pasar sekunder. Dalam penelitiannya, penulis mengkaji dan meneliti lebih dalam perbandingan kinerja perusahaan kelompok JII dan perusahaan kelompok manufaktur. Dengan menganalisis perbandingan pergerakan rasio keuangan perusahaan kelompok JII dan manufaktur.

Hasil penelitiannya adalah kinerja perusahaan yang tergabung dalam JII belum mencerminkan pasar modal yang efisien, maka hendaknya transaksi

saham JII dipisahkan dari saham yang lain di BEJ, untuk mempermudah pengawasan terhadap transaksi yang bersifat spekulatif.

2. Hamzah (2005), menganalisa ekonomi makro, industri dan karakteristik perusahaan terhadap beta saham syariah. Kesimpulannya bahwa beta saham syariah merupakan pengukur risiko sistematis dari suatu saham atau portofolio pasar yang terdaftar di JII. Beta pasar yang diukur berdasar model pasar pada periode Januari 2001 sampai dengan Desember 2004 menunjukkan bahwa secara umum saham perusahaan yang tergabung dalam JII merupakan *defensive stock* atau risiko sistematis yang lebih kecil dibanding risiko pasar.
3. Auliyah dan Hamzah (2006), menganalisa karakteristik perusahaan, industri dan ekonomi makro terhadap *return* dan beta saham syariah di Bursa Efek Jakarta. Pengujian regresi secara linear berganda pada *return* saham syariah, menghasilkan kesimpulan bahwa variabel-variabel karakteristik perusahaan, industri dan ekonomi makro tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham syariah tetapi berpengaruh secara signifikan terhadap beta saham syariah. Pengujian regresi secara parsial dengan *t* test menunjukkan bahwa tidak ada satupun variabel-variabel karakteristik perusahaan, industri dan ekonomi makro berpengaruh secara signifikan pada *return* saham syariah.
4. Qoyum, Mohamad (2006), meneliti karakteristik korelasi saham dan optimasi portofolio berbasis derajat syar'i pada indeks LQ45, JII, dan indeks hipotesis Liquid Qoyum Shari'a Index (LQSI). Analisis berdasarkan Fatwa DSN No. 20 Tahun 2001. Melakukan penyusunan indeks LQSI dengan melonggarkan batasan *debt to equity ratio* dari $\leq 82\%$ menjadi maksimal 160% dengan harapan untuk tetap menjaga tingkat syar'i dan menambah jumlah saham yang memenuhi kualifikasi.
5. Rofiadi, Arief (2007), melakukan penelitian tentang optimasi portofolio saham syariah dengan pemrograman non linear (studi kasus saham yang konsisten pada JII periode 2003-2006). Membahas tentang penyusunan portofolio optimal yang terdiri dari saham JII yang konsisten. Berdasarkan hasil penelitian, didapatkan sembilan saham yang konsisten selama periode penelitian.

