

Determinan Pelarangan Praktik *Short Selling* dalam Lingkup Pasar Modal Syariah dan Realitasnya di Indonesia

Wiwiek R. Adawiyah*
Najmudin**

Abstract. Capital market is an activity related to public offering and trading of securities, public companies relating to the issuance of securities, institutions and professionals associated with the effects. One of the most popular financial instruments and commonly used in conventional capital market, including in Indonesia Stock Exchange (Bursa Efek Indonesia) is short-selling. In regulation of Bapepam-LK No. V.D.6, short-selling is the sale of securities in which the securities are not owned by the seller when the transaction is executed. In general, this transaction clearly violated syariah guidance, as embodied in the Fatwa of DSN-MUI No. 20 Year 2001 and No. 40 year 2003, because of short-selling synchronized with the bay' ma'dum based on the hadith "You may not sell anything which are not your belongings". Therefore, this paper aims at studying the issues surrounding the interpretation and the reality of short-selling instruments. Three main results obtained were permissibility of shares as the object of the loan contract, the issue of bay 'ma'dum can be interpreted as a collateral of delivery which can be controlled by the rules of Bapepam-LK, and thirdly, the economic benefit from the imposition of a fee in the form of the loan contract is concluded as a forbidden usury.

Kata kunci: *short-selling, bay' ma'dum, capital market*

Pendahuluan

Sebenarnya ide awal adanya perusahaan yang *go public* (menerbitkan saham) bukanlah untuk mendapatkan dana yang besar guna operasi atau ekspansi usaha, apalagi untuk membayar hutang. Ide tersebut muncul karena adanya kebijakan dari

*Staf Pengajar Kuliah Sistem Ekonomi Islam pada FE Unsoed dan kandidat doktor Universitas Utara Malaysia (UUM).

**Staf Pengajar Kuliah Sistem Ekonomi Islam dan Pasar Modal pada Fakultas Ekonomi Universitas Jenderal Soedirman Purwokerto.

pemerintah (dalam hal ini pemerintah Amerika Serikat pada awalnya) yang bertujuan untuk pemerataan pendapatan di antara masyarakatnya. Seperti diketahui, pendapatan serta kekayaan yang terkonsentrasi pada sekelompok masyarakat akan berdampak sangat tidak menguntungkan dalam jangka panjang pada suatu kondisi kehidupan dan perekonomian suatu negara. Namun tujuan *go public* tersebut sudah banyak yang menyimpang dari ide awalnya yang baik. Bagi investor, mereka yang membeli saham tidak lagi benar-benar ingin mendapatkan bagian laba perusahaan berupa dividen atau menjadi bagian perusahaan, melainkan hanya untuk memperoleh keuntungan besar yang bersifat spekulatif.¹

Eksistensi pasar modal syariah diharapkan dapat mencegah penyimpangan-penyimpangan seperti perilaku spekulatif tersebut. Seperti juga konvensional, pasar modal syariah memainkan peran penting dalam memberikan kontribusi pada pertumbuhan ekonomi negara dan kemakmuran masyarakat. Walaupun fungsi pasar modal syariah hampir sama, namun kegiatannya dilaksanakan dengan cara yang tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah. Dengan kata lain, pasar modal syariah harus bebas dari segala bentuk aktivitas yang dilarang oleh syariah dan unsur-unsur seperti *'usyury* (riba), perjudian (*maysir*) dan spekulasi atau *gharar*. Larangan ini terutama untuk menegakkan keadilan dalam rangka untuk melindungi kepentingan dan menghindari kerugian semua pihak yang terlibat dalam transaksi di pasar modal, yang merupakan tujuan syariah (*maqasid al-syari'ah*).

Pasar modal syariah secara resmi diluncurkan pada tanggal 14 Maret 2003 bersamaan dengan penandatanganan MOU antara BAPEPAM dengan DSN–MUI. Pasar modal ini mencerminkan sebuah pernyataan dan implemmentasi prinsip-prinsip syariah pada sekuritasnya sendiri, transaksi dan kegiatan penawaran umum dan perdagangan sekuritas, emiten, lembaga dan profesi yang berkaitan dengan sekuritas, serta harus bebas

¹Ali Arifin, *Membaca Saham* (Yogyakarta: Penerbit Andi, 2007), p. 55-56

dari unsur-unsur apa pun yang dilarang dalam syariah dan didasari etika bertransaksi.

Terdapat kekhawatiran bahwa penerapan prinsip-prinsip syariah dalam pasar modal akan menyebabkan terjadinya inefisiensi pasar yang dianggap terdapat *trade-off* antara nilai Islam dan efisiensi pasar. Misalnya perihal spekulasi yang tentunya tidak akan berkembang dalam pasar modal yang menerapkan nilai Islam. Marshal membela spekulasi yang dianggap diperlukan pasar dalam tiga hal: mengambil posisi dan risiko di mana pihak lain tidak mau mengambilnya, mempercepat posisi *fair discovery price* dan alokasi aset, serta membuat pasar lebih likuid.² Terutama soal likuiditas yang menjadi prasyarat pasar yang efisien tersebut. Pasar yang likuid dimungkinkan oleh volume transaksi yang tinggi, dan ini ditunjang oleh kehadiran para spekulasi, karena jika yang hadir di pasar hanyalah pelaku dengan horizon investasi jangka panjang, maka hanya akan membuat volume transaksi yang rendah. Akibatnya adalah menguapnya likuiditas dan tingginya biaya transaksi. Perilaku spekulasi ini diantaranya ditunjang dengan pemberlakuan transaksi *short-selling*, *margin trading* dan instrumen *option*.

Dalam hal *trade-off* ini, Obaidullah memberikan argumen pembelaan bahwa pasar yang islami tidak mengabaikan dimensi likuiditas, karena memang terdapat konsep yang disebut *as-suyulab*.³ Pasar yang islami ingin mencapai likuiditas tanpa harus menggunakan metode yang mengorbankan prinsip dan norma Islam. Volume perdagangan tetap dapat dibuat tinggi dengan memperluas komunitas investor yang memiliki informasi, yang disertai kemauan dan kemampuan untuk memproses informasi yang berharga dan relevan tersebut. Dalam jangka panjang, hal ini akan meningkatkan likuiditas yang stabil.

Perdagangan dan transaksi komersial modern telah memperlihatkan sejumlah tipe dan cara baru yang belum pernah

²Jhon F. Marshal, *Investment Banking and Brokerage: New Rules of the Game*, dalam Achsien, 2002, p. 67

³Muhammed Obaidullah, *Islamisation and Stock Market Efficiency*, (New Horizon, May, 1997)

terjadi dan tidak dikenal di masa sebelumnya. Salah satu cara perdagangan (*trading*) yang sering dan banyak dilakukan di pasar modal saat ini adalah *short-selling*. Aktivitas ini diyakini memberi kontribusi terhadap pasar berupa peningkatan likuiditas, efisiensi dan aktivitas di bursa sebagai alasan mengapa para pelaku pasar melakukan perdagangan ini.

Dilatarbelakangi komitmen pemerintah dalam rangka meningkatkan efisiensi dan efektivitas penerapan dan pengawasan, meningkatkan likuiditas transaksi efek dan kualitas pembiayaan penyelesaian transaksi efek oleh Perusahaan Efek bagi nasabah serta meningkatkan kepastian hukum atas transaksi efek, Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM-LK), Senin tanggal 30 Juni 2008, menerbitkan peraturan tentang Pembiayaan Transaksi Efek oleh Perusahaan Efek Bagi Nasabah dan Transaksi Short Selling oleh Perusahaan Efek. Peraturan tersebut adalah Nomor V.D.6 lampiran Keputusan Ketua Bapepam-LK Nomor: Kep-258/BL/2008 tanggal 30 Juni 2008 yang merupakan perubahan atas Peraturan Nomor V.D.6 Lampiran Keputusan Ketua Bapepam Nomor: Kep-09/PM/1997 tanggal 30 April 1997.

Selain persoalan baik buruknya praktik perdagangan di atas, terdapat juga landasan kerangka hukum yang nampak berbeda terminologi dan rasionalisasinya terkait dengan implementasi peraturan yang telah diterbitkan. Di satu sisi, BAPEPAM-LK telah menerbitkan peraturan Nomor V.D.6 lampiran Keputusan Ketua Bapepam-LK Nomor: Kep-258/BL/2008 tentang *short-selling*, sementara di sisi lain, DSN-MUI dengan tegas mengeluarkan fatwa yang salah satu butirnya melarang *short-selling* (*bay' al-ma'dum*) yang tertuang dalam fatwa No: 20/DSN-MUI/IV/2001 pasal 9 ayat 2, butir b, *junto* No: 40/DSN-MUI/X/2003 pasal 5 ayat 2, butir b. Terminologi dan rasionalisasi yang nampak berbeda ini yang mungkin menyebabkan interpretasi dan pengambilan keputusan yang berbeda. Tulisan ini bertujuan untuk meninjau keputusan yang disahkan oleh BAPEPAM-LK dan fatwa DSN-MUI tentang *short-selling*.

Penjelasan tentang *Short-Selling* dan Realitas di Bursa

Untuk memahami pandangan syariah terhadap *short-selling*, yang pertama dibutuhkan adalah pengetahuan tentang operasional praktis *short-selling*. Karena itu pada bagian ini akan diterangkan konsep *short-selling* dan bagaimana *short-selling* sebenarnya diterapkan di pasar modal. Bapepam-LK mendefinisikan transaksi *short-selling* sebagai “*transaksi penjualan Efek dimana Efek dimaksud tidak dimiliki oleh penjual pada saat transaksi dilaksanakan*” (Peraturan Nomor V.D.6, 2008).

Menurut Syahatah dan Fayyadh, bentuk transaksi *short-selling* (*al-bay' 'ala al-mak.syuf*) adalah investor melakukan penjualan surat berharga yang tidak ia miliki pada waktu akad penjualan, dengan cara meminjam dari pialang atau dengan cara ia melakukan pembelian pada waktu jatuh tempo dan menyerahkannya kepada pembeli.⁴ Pada kondisi ini pialang menyimpan harga sampai penjual membelinya dan menyerahkannya kepada pialang. Penjual melakukan proses itu karena ia memperkirakan harga akan jatuh, sedangkan pembeli melakukannya karena bertaruh bahwa harga akan naik. Setiap pihak yang mengharapkan turun dan pihak yang berharap naiknya harga berusaha dengan segala cara terutama yang tidak syar'i agar perkiraannya terjadi dan memperoleh keuntungan. Nafik menyebutkan bahwa ide *short-selling* adalah jual sekarang dengan harga mahal, beli nanti jika harganya sudah murah (*sell high, buy low*). Hal ini berbeda dengan perdagangan pada umumnya yaitu beli sekarang dengan harga murah, jual nanti jika harganya naik (*buy low, sell high*, atau *buy high, sell higher*).⁵

Secara umum, *short-selling* merupakan penjualan sekuritas yang tidak dimiliki oleh investor penjual pada saat transaksi. Konsep *short-selling* mencakup peminjaman saham oleh seorang investor (*short-seller*), menjual saham yang dipinjam tersebut dan ketika harga turun membeli saham perusahaan yang sama dan

⁴Husein Syahatah dan Athiyah Fayyadh, *Bursa Efek: Tuntunan Islam dalam Transaksi di Pasar Modal*, Diterjemahkan oleh A. Syakur, (Surabaya: Pustaka progressif, 2004), p. 37

⁵Muhammad Nafik HR*Bursa Efek dan Investasi Syariah*, (Jakarta: PT Serambi Ilmu Semesta, 2009), p. 203

kemudian mengembalikannya kepada pemberi pinjaman. Dalam praktik pasar sebenarnya, investor dapat mengatur agar broker-nya meminjamkan saham dari orang lain, kemudian saham yang dipinjam tersebut dijual oleh investor peminjam. Untuk meng-cover (menutup) posisi *short*-nya, investor peminjam tersebut harus membeli lembar saham yang sama dan mengembalikannya ke pihak yang meminjamkan saham.

Sebagai ilustrasi, berikut ini dicontohkan bagaimana *short-selling* beroperasi di pasar saham. Misalkan Robin menilai bahwa harga saham ANTM pada Rp 2.000 per lembar adalah mahal dan ingin mendapatkan keuntungan jika ternyata penilaiannya itu benar. Robin menghubungi pialangnya, yaitu Solin, bahwa ia ingin menjual 500 lembar saham ANTM. Solin akan melakukan dua hal: (1) menjual 500 saham ANTM atas nama Robin dan, (2) mengatur untuk meminjam 500 lembar saham ANTM dari pihak lain sehingga dapat diserahkan kepada pembeli. Anggaplah bahwa Solin dapat menjualnya Rp 2.000 per lembar dan meminjam saham dari Ella. Saham sejumlah 500 lembar yang dipinjam kemudian akan diserahkan kepada pembeli. Hasil dari penjualan (dengan mengabaikan komisi dan biaya transaksi lainnya)⁶ akan menjadi sebesar Rp 1.000.000. Namun hasil penjualan ini tidak diserahkan ke Robin, dalam hal ini Robin dikatakan "*short* 500 lembar".

Jika satu minggu kemudian harga ANTM turun menjadi sebesar Rp 1.500, Robin mungkin menginstruksikan Solin untuk membeli 500 lembar. Total biaya membeli saham (mengabaikan komisi dan biaya transaksi lainnya) adalah Rp 750.000. Saham yang dibeli tersebut kemudian diserahkan kepada Ella, yang dulu meminjamkan 500 lembar saham ANTM. Pada titik ini, Robin menjual 500 lembar dan membeli 500 lembar, sehingga ia tidak lagi memiliki kewajiban apa pun kepada broker ataupun kepada

⁶Dalam transaksi pasar sebenarnya, selain komisi yang dibayarkan kepada broker, akan ada dua kemungkinan biaya lagi. Pertama, biaya yang dibebankan oleh pihak yang meminjamkan saham. Kedua, untuk setiap dividen yang dibayar oleh perusahaan, sementara sahamnya sedang dipinjam, *short-seller* (Robin) harus memberikan kompensasi kepada pemilik saham yang sebenarnya untuk dividen yang merupakan haknya.

Ella, ia telah meng-*cover* posisi *short*-nya. Dia sekarang berhak atas dana dalam rekening yang dihasilkan dari aktivitas perdagangannya. Dalam contoh ini, Robin menjual saham sebesar Rp 1.000.000 dan membelinya seharga Rp 750.000. Dengan demikian, ia menghasilkan keuntungan sebelum dikurangi komisi sebesar Rp 250.000.

Transaksi *short-selling* sering disinyalir menjadi salah satu penyebab terjadinya krisis di era Great Depression tahun 1929 di AS. Kejatuhan indeks saham di hampir seluruh negara di dunia menjelang akhir tahun 2008 juga disinyalir akibat adanya aksi *short-selling* ilegal atau dikenal dengan istilah *naked short-selling*. Salah satu bank investasi terbesar di AS bernama Lehman Brothers juga diduga jatuh akibat praktik *naked short-selling* secara massif. Bursa saham AS bahkan sempat melarang praktik *short-selling* yang kemudian diikuti bursa-bursa berbagai negara, termasuk Indonesia. Bursa Efek Indonesia (BEI) resmi menutup fasilitas *short-selling* pada 6 Oktober 2008 karena diduga menjadi sebab kejatuhan level IHSG selama dua pekan pertama September 2008.

Menurut pengamat pasar modal Edwin Sinaga, sampai saat ini tidak ada yang bisa membuktikan apakah kejatuhan market waktu itu benar-benar karena *short-selling* atau *naked short-selling*. Terlepas dari kontroversi itu, BEI kini telah membuka kembali fasilitas *short-selling* setelah absen 7 bulan dengan aturan yang lebih ketat terhitung 1 Mei 2009. Aturan yang lebih ketat ini lebih membatasi kemungkinan dilakukannya *naked short-selling* dan diharapkan akan memberikan kontribusi positif pada pergerakan IHSG dan pasar akan lebih likuid, karena dengan adanya *short-selling* pasar akan berjalan dua arah. Dengan asumsi inilah, *short-selling* dinilai sebagai faktor penyeimbang pergerakan harga. *Short-selling* yang dilakukan secara massif akan mendorong harga-harga saham bergerak turun.

Ketua Bapepam-LK Fuad Rahmany menegaskan sebenarnya sudah ada aturan yang dapat meminimalisasi aksi *short-selling* yang tertuang dalam peraturan No. V.D.6. Aturan tersebut dikenal dengan sebutan *up tick rule* yang memaksa para pelaku *short-selling* untuk menetapkan harga jual lebih tinggi dari

harga transaksi terakhir di bursa (*last done price*) sehingga menghindari kejatuhan harga. Artinya bila ada pelarangan terhadap kegiatan *short-selling*, maka potensial keuntungan dari transaksi yang bisa dilakukan investor hanya satu arah saja, yaitu ketika IHSG sedang mengalami kenaikan. Sementara bila indeks sedang turun, para pelaku pasar tidak bisa memperoleh keuntungan untuk melakukan langkah pengamanan dari besarnya kerugian.

Seperti yang diutarakan di atas, di pasar modal konvensional masih terjadi jual-beli sekuritas yang belum dimiliki oleh pihak yang menjualnya, padahal hukum Islam mengharamkan jenis perdagangan seperti itu, berdasarkan hadits Nabi: “*Tidak diperbolehkan pinjaman dan jual-beli, tidak juga dua syarat dalam satu jual-beli, dan tidak boleh menjual barang yang bukan milikmu*” (HR. Ahmad Ibn Hanbal, Abu Daud, al-Tirmidzi, al-Nasa’i dan Ibn Majah). Di Indonesia, pelarangan praktik *short-selling* (*bay’ al-ma’dum*) tersebut tertuang dalam fatwa DSN-MUI No. 20 *junto* No. 40.

Syahatah dan Fayyadh mengungkapkan bahwa bentuk praktik ini diharamkan karena 1) penjualan surat berharga yang tidak menjadi milik penjual, 2) memperbesar volume transaksi *short-selling* mempunyai efek negatif dan membahayakan bagi pasar modal, karena turunnya harga di bursa tanpa adanya informasi tentang buruknya kondisi emiten yang akan melemahkan kekuatan pasar modal. Sering terjadi *muamarah* (persekongkolan) terhadap suatu emiten, sehingga emiten tersebut terancam kehancuran akibat permainan para spekulator. 3) praktik-praktik tidak bermoral yang menyertai proses transaksi ini, baik dalam bentuk jual-beli fiktif dan formalitas, penimbunan (*ihktikar*), penyebaran isu maupun kebohongan lainnya. 4) transaksi ini mengandung unsur judi. Keuntungan yang diperoleh oleh salah satu pihak merupakan kerugian bagi pihak yang lain (*zero-sum game*).⁷

Terdapat dua kemungkinan alasan utama mengapa investor ingin memilih untuk *short-selling*, yaitu spekulasi dan

⁷Syahatah dan Fayyadh, *Bursa Efek ...*, p.39

lindung nilai/*hedging* (Wayman, 2002; Fabozzi dan Modigliani, 2003). Pada spekulasi, investor beranggapan bahwa mereka akan memperoleh keuntungan dengan berspekulasi pada saham atau pasar yang terlalu mahal (*overpriced*). *Short-seller* berharap dapat membeli saham dengan harga yang lebih rendah daripada harga jual sebelumnya dan memperoleh keuntungan (*gain*) jika harga saham benar-benar turun. Bagi investor yang menggunakannya untuk *hedging*, pada dasarnya mereka melindungi posisi *long*-nya dengan mengimbangi (*offsetting*) posisi *short* sebagai strategi untuk mengurangi risiko investasi terhadap pergerakan harga yang merugikan dalam suatu aset keuangan. Dengan kata lain, investor melindungi (*hedge*) satu investasi dengan investasi yang lain yang dapat mengurangi eksposur mereka terhadap risiko harga pasar, dengan syarat kedua sekuritas yang diinvestasikan berkorelasi negatif.

Meskipun terdapat kritik bahwa perdagangan *short-selling* hanya memanipulasi harga saham dalam transaksi spekulatif, namun banyak bursa telah melegalkan aktivitas ini sekurang-kurangnya karena dua alasan: Pertama, membuat informasi di pasar lebih banyak dan lebih baik. *Short-seller* berusaha untuk sering melengkapi dan memperluas akses dalam mencari fakta dan data yang mendukung spekulasi mereka. Hal ini merupakan salah satu alasan mengapa kegiatan *short-seller* sering dianggap sebagai penelitian di pasar yang paling detail dan berkualitas tinggi. Kedua, *short-selling* menambah likuiditas, menurunkan harga sekuritas yang terlalu mahal dan pada umumnya meningkatkan efisiensi pasar. Karena sebagian besar *short-seller* jujur dan etis, tindakan mereka kondusif untuk kesehatan pasar.

Persoalan Pokok Praktis *Short-Selling* dalam Tinjauan Syariah

Short-selling menyangkut dua akad (kontrak) dasar, pertama adalah akad penjualan, yaitu ketika investor menjual saham sebelum mereka memilikinya. Kedua adalah akad pinjaman, yaitu ketika penjual meminjam saham dari pemilik saham (melalui broker). Dalam proses ini pemilik saham tentu saja berharap memperoleh sejumlah manfaat finansial.

Untuk menentukan keabsahan *short-selling*, maka perlu dijawab pertanyaan berikut: Bolehkah saham menjadi subjek (*mahab* 'aqd) dalam akad pinjaman? Bolehkah seorang investor menjual saham sebelum dimilikinya? Sebagai pemberi pinjaman, bolehkah pemilik saham memperoleh manfaat finansial dari saham yang dipinjamkannya? Pertanyaan-pertanyaan ini akan dibahas dalam bagian berikut.

1. Saham Menjadi Subjek Akad Pinjaman

Saham merupakan surat berharga yang merepresentasikan penyertaan modal ke dalam suatu perusahaan. Dalam prinsip syariah, penyertaan modal dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang tidak melanggar prinsip-prinsip syariah, seperti bidang perjudian, riba, memproduksi barang yang diharamkan seperti bir, dan lain-lain. Di Indonesia, prinsip-prinsip penyertaan modal secara syariah tidak diwujudkan dalam bentuk saham syariah maupun non-syariah, melainkan berupa pembentukan indeks saham yang memenuhi prinsip-prinsip syariah. Dalam hal ini, di BEI terdapat *Jakarta Islamic Index* (JII) yang merupakan 30 saham yang memenuhi kriteria syariah yang ditetapkan DSN. JII dipersiapkan oleh PT. BEI bersama dengan PT Danareksa Investment Management (DIM).

Untuk menjawab apakah saham dapat menjadi subyek dalam kontrak pinjaman, maka diperlukan telaah mendalam terhadap jenis objek-objek yang memenuhi syarat untuk kontrak pinjaman. Fuqaha memiliki pendapat yang berbeda berkaitan dengan objek yang boleh atau tidak boleh dipinjamkan. Dengan pengecualian pendapat fuqaha Hanafiyah, sebagian besar fuqaha (Maliki, Syafi'i dan Hambali) menyatakan bahwa semua barang yang memenuhi syarat untuk akad *salam* (*forward sale*), maka diperbolehkan juga dalam akad pinjaman. Ini mencakup barang-barang yang dapat dipertukarkan (*mitsli*) dan barang yang tidak dapat dipertukarkan (*qimi*). Jenis barang yang pertama mengacu pada harta yang dapat diukur dengan berat, volume, panjang, atau jumlah unit yang homogen, sedangkan jenis yang kedua

adalah unik dan berbeda secara signifikan dari nilai barang-barang lainnya dari jenis dan macam yang sama (El-Gamal, 2006:38).⁸ Contoh harta yang homogen (*mitsli*) adalah emas, perak, uang, beras, gandum, jagung, garam dan minyak. Harta yang berbeda atau non-homogen (*qimi*) adalah sesuatu yang sejenisnya tidak dapat ditemukan di pasar atau bahkan jika ditemukan, perbedaan akan tetap ada. Barang ini mencakup semua sifat-sifat yang tidak dapat ditukar dengan berat atau pengukuran kapasitas seperti tanah, rumah, binatang, pohon, batu berharga atau buku.

Mayoritas fuqaha berpendapat bahwa akad pinjaman dapat disimpulkan menjadi sah, berkaitan dengan setiap harta sebagaimana sah-nya akad *salam*. Pendapat tentang akad pinjaman yang ditetapkan sah ini dikaitkan dengan binatang yang dapat menjadi objek untuk kontrak *salam*. Argumen ini didasarkan pada hadits berikut: "*Diriwayatkan oleh Rafi` bahwa Nabi (saw) meminjam unta muda, dan kemudian menerima manfaat dari unta itu dan memerintahkan Rafi' untuk membayar orang dengan unta muda yang lain, Rafi` berkata bahwa unta yang terdekat yang bisa dia temukan adalah unta berumur enam tahun (yang lebih berharga). Kemudian Nabi (saw) memerintahkan dia untuk memberikannya kepada orang itu, dan menambahkan "yang terbaik di antara kamu adalah orang yang terbaik dalam membayar hutangnya".*"⁹

⁸Harta *mitsli* adalah "harta yang memiliki persamaan atau kesetaraan di pasar, tidak ada perbedaan pada bagian-bagiannya atau kesatuannya, yaitu perbedaan atau kekurangan yang biasa terjadi dalam aktivitas ekonomi". Harta *mitsli* terbagi atas empat: Harta yang ditakar, seperti gandum; harta yang ditimbang, seperti kapas dan besi; harta yang dihitung, seperti telur; dan harta yang dijual dengan meter, seperti pakaian, papan dan lain-lain. Harta *qimi* adalah "harta yang tidak memiliki persamaan di pasar atau memiliki persamaan tetapi ada perbedaan menurut kebiasaan antara kesatuannya pada nilai, seperti binatang dan pohon". Lihat Syafei, *Fiqh Muamalah*, (Bandung: Pustaka Setia, 2001), p. 36.

⁹Diriwayatkan oleh: Muslim dalam *Sbabih* 1224/3, hadits No. 1600; Abu Dawud dalam *Sunan* 274/3, hadits No. 3346; Tirmidzi dalam *Sunan-nya* 600/3, hadits No. 1318; al-Nasa'i dalam *Sunan-nya* 291/4, hadits No. 6210; Ibnu Majah dalam *Sunan-nya* 767/2, hadits No. 2285.

Hadits di atas menyiratkan bahwa unta tersebut tidak terukur secara jelas berdasarkan berat atau volume. Dalam kaitan ini, kelayakan barang untuk *forward sale* tergantung oleh deskripsinya, karena itu dapat dipinjamkan seperti barang-barang homogen yang dapat diukur berdasarkan berat dan volume. Dengan demikian, baik *mitsli* maupun *qimi* adalah objek yang memenuhi syarat untuk akad pinjaman.¹⁰

Hal yang lebih penting dari pendapat fuqaha ini adalah walaupun mereka membolehkan pinjaman suatu (barang), namun pinjaman tersebut memerlukan pembayaran kembali barang yang setara. Fuqaha ini berbeda atas definisi kesetaraan (*equivalence*). Sebagai contoh, Malikiyah mendefinisikan kesetaraan dalam hal kesamaan karakteristik dan jumlah, sedangkan Syafi'iyah dan Hambaliyah mendefinisikannya dari segi bentuk. Misalnya mereka semua sepakat bahwa perhiasan unik dan mahal tidak dapat dipinjamkan, karena hal yang sangat mungkin kesetaraannya tidak dapat ditemukan pada saat pembayaran.¹¹ Di sisi lain Hanafiyah, berpendapat bahwa harta homogen (*mitsli*) adalah satu-satunya objek yang patut untuk kontrak pinjaman. Mereka berpendapat bahwa kontrak pinjaman tidak dapat dinyatakan sah berkaitan dengan harta non-homogen (*qimi*), karena hampir tidak mungkin untuk menemukan barang yang setara untuk membayar kembali (mengembalikan) pinjaman.¹²

Berdasarkan uraian menurut semua fuqaha termasuk madzhab Hanafi di atas, karena saham memenuhi sifat-sifat harta *mitsli*, maka saham memenuhi syarat menjadi subjek kontrak pinjaman. Sedangkan harta *qimi* dapat menjadi subjek dalam kontrak pinjaman, dengan syarat pengembaliannya dengan barang yang setara. Homogenitas ini berarti bahwa sesuatu yang dikembalikan harus serupa dalam nilai atau bentuknya. Pengembalian saham yang setara dalam nilainya tidak dapat diterapkan dalam *short-selling* jika peminjam

¹⁰Al-Qarafi, *al-Dhakhirah*: 287/5; Ibnu Qudamah, *al-Mughni*: 386-385/4.

¹¹Al-Zuhaili, *al-Fiqh al-Islami wa Adillatuhu*, (Dar al-Fikr, 1984), Vol. 5, p. 3790.

¹²Ibnu 'Abidin, *Hashbiyat*, 171/4.

mengembalikannya ketika nilai saham yang dipinjam terdepresiasi (harganya turun). Dengan demikian, peminjam mengembalikan nilai saham (total rupiah) yang setara ini tidak dapat diterapkan untuk *short-selling*, karena yang dapat dikembalikan hanya kesetaraan dalam bentuknya (nama saham dan jumlah lembar yang sama).

2. Menjual Sesuatu yang Tidak Dimiliki Penjual

Salah satu syarat sah kontrak penjualan yang fundamental adalah bahwa *mabal al-'aqd* atau *ma'qud 'alayh* (obyek untuk diperdagangkan) harus ada dan dimiliki oleh penjual pada saat kontrak. Hal ini penting karena tujuan dari kontrak penjualan adalah untuk mentransfer kepemilikan objek penjualan kepada pembeli dan kepemilikan harga kepada penjual. Kalau tidak, maka kontrak penjualan dianggap tidak sah atau rusak (*al-bay' al-fasid*), hal ini disebut dengan *bay' ma'dum* (menjual objek yang tidak ada) yang telah menjadi persoalan pertentangan begitu lama di antara para ulama.

Secara mendasar, *short-selling* dinyatakan bertentangan dengan salah satu hadits: "*Jangan menjual apa yang tidak Kamu miliki*".¹³ Hadits ini mengisyaratkan bahwa *short seller* tidak dapat menginstruksikan pialangnya untuk menjual saham, karena keduanya tidak memiliki saham. Tetapi dapatkah berdasarkan hadits ini dengan mudah ditafsirkan secara tekstual bahwa *short-selling* dikategorikan dilarang? Dengan kata lain, apakah *short-selling* dilarang atas dasar menjual sesuatu sebelum benar-benar memiliki atau memperoleh kepemilikan?

¹³Versi lengkap hadits ini adalah sebagai berikut: Ja'far bin Abi Washiyah diceritakan dari Yusuf bin Mahak, dari Hakim bin Hizam (yang berkata): "*Aku bertanya kepada Nabi: Wahai Rasulullah Allah. Seorang pria datang kepada saya dan meminta saya untuk menjual kepadanya apa yang tidak ada pada saya. Saya menjual padanya (apa yang dia inginkan) dan kemudian membeli barang untuknya di pasar (dan menyerahkannya). Nabi menjawab: "Jangan menjual apa yang tidak Kamu miliki".* Hadits ini diriwayatkan oleh Abu Dawud dalam Sunan-nya, 3/768, hadits No. 3503; al-Tirmidzi dalam Sunan-nya, 4/228, hadits No. 1232; al-Nasa'i dalam Sunan-nya, 7/289, hadits No. 4613.

Menurut madzhab Hanafi, *qabd* bukan merupakan persyaratan pokok (*rukun*) penjualan, melainkan hanya kondisi tambahan (*syarh al-nifadh*). Dalam kasus ini, penjualannya dianggap sah, tetapi tidak efektif, akan menjadi efektif hanya jika memperoleh persetujuan pemilik.¹⁴ Jadi *qabd*, bukanlah syarat sah kontrak dan hal itu dibolehkan untuk menundanya di kemudian hari. Hanya dalam kasus transaksi unsur ribawi (misalnya penjualan emas dengan emas), *qabd* dimunculkan sebagai prasyarat sah kontrak.

Maliki membatasi dengan hadits tersebut pada *qabd* yang diterapkan hanya untuk makanan biji-bijian, yang berarti bahwa item bukan makanan biji-bijian (misalnya kapas, minyak kelapa sawit dan lain-lain) dapat dijual sebelum memperoleh kepemilikan. Ibnu Rusyd menegaskan hal ini yang menyatakan tidak ada perselisihan dalam madzhab Maliki tentang kebolehan menjual sesuatu, selain makanan, sebelum memperoleh kepemilikan dan juga tidak ada perselisihan tentang makanan ribawi (gandum, kurma dan garam) bahwa kepemilikan adalah suatu syarat untuk menjualnya.¹⁵

Menurut mazdhab Syafi'i, kepemilikan merupakan syarat untuk semua jenis harta. Syafi'iyah menyimpulkan pendapatnya berdasarkan hadits Nabi, "*Tidak dibolehkan menjual dengan pinjaman; mendapatkan keuntungan tanpa tanggungan yang sesuai (atas kerugian); atau menjual apa yang tidak Kamu miliki?*". Pada hadits: "*Jangan menjual sesuatu sampai Kamu menerimanya.*", Syafi'iyah ketat mengikuti makna harfiah hadits ini, bahkan penjualan benda tidak bergerak harus memenuhi persyaratan kepemilikan sebelum dijual kembali.

Kontrak *salam* adalah salah satu pengecualian yang memungkinkan penjualan benda yang tidak ada (belum tersedia). Ibnu Taimiyyah dan muridnya Ibnu Qayyim tidak menganggap *salam* sebagai suatu pengecualian terhadap aturan

¹⁴ Al-Kasani, *Bada'i al-Sana'i*, 5/148; Ibnu Qudamah, *al-Mughni* 6/295.

¹⁵ Ibn Rusyd al-Qurthubi, *Bidayat al-Mujtabid wa Nihayat al-Muqtasid*, Vol. 2, p. 175-176.

umum tentang ketidakabsahan menjual sesuatu yang tidak dimiliki oleh penjual seperti dipahami dari teks-teks. Sebaliknya, mereka mengadopsi pendekatan yang berbeda untuk teks yang sama tersebut dengan menyatakan pelarangan menjual sesuatu yang penjualnya kemungkinan besar tidak dapat menyerahkannya. Menurut mereka, apa yang tertulis dalam hadits tersebut adalah pelarangan penjualan dengan risiko dan ketidakpastian berlebihan (*gharar*), yaitu objek mungkin tidak diterima (diserahkan), baik objek itu ada ataupun tidak ada. Dengan demikian keputusan dalam pelarangannya bukanlah pada keberadaan atau ketiadaan.¹⁶ Menurut mereka, makna teks hadits tersebut adalah “*Jangan menjual sesuatu yang Kamu tidak dapat menyerahkannya*” dan bukan, “*Jangan menjual sesuatu yang Kamu tidak memilikinya*”.

Dalam bagian hadits Hakim tersebut dilarang oleh Nabi hanya untuk transaksi yang si penjual mungkin tidak dapat memenuhinya, hal ini karena dua kemungkinan: Pertama, karena ketika ia diminta untuk menjual sesuatu yang spesifik dan tertentu yang tidak dimilikinya, pemiliknya mungkin tidak setuju untuk menjualnya. Kedua, karena ia diminta untuk menjual sesuatu yang jarang ditemukan di pasar. Dalam kedua hal tersebut, diperkirakan tidak mungkin ia mampu menyerahkan objek yang dijual tersebut, dan untuk alasan ini ia tidak dibolehkan untuk melakukan transaksi tersebut.¹⁷

Mereka berdua menegaskan bahwa penekanan dari hadits tersebut adalah pada ketidakmampuan penjual untuk menyampaikan (menyerahkan) objek, yang mengandung risiko dan ketidakpastian yang berlebihan (*mukhatarah wa gharar*). Oleh karena itu, sangat mungkin bahwa penjual tidak memilikinya (*qabd*) pada saat penjualan tapi penyerahannya dapat terjamin. Sebagai contoh, dalam kasus penjualan *salam*, komoditi harus dapat ditentukan secara tepat dalam kuantitas dan kualitasnya, dan dipastikan tersedia di tempat. Hal ini

¹⁶ Al-Zuhaili, *al-Fiqh al-Islami wa Adillatuhu*, Vol. 5, p. 3398-3340.

¹⁷ Ibn al-Qayyim, *I' lam al-Muwaqqi'in*, 2/19.

untuk memastikan bahwa risiko dan ketidakpastian yang berkaitan dengan penyerahan di masa depan dapat diminimalkan.

Secara umum, menjual sesuatu yang penjual tidak memilikinya dalam kontrak selain *salam* adalah sah hanya menurut Ibnu Taimiyyah dan Ibnu Qayyim, sedangkan menurut mayoritas fuqaha hal tersebut tidak sah. Mayoritas fuqaha menegaskan alasan (*`illah*) melarang penjualan sebelum menyerahkan kepemilikan (*qabd*) ini terutama disebabkan oleh adanya *gharar*, yang dapat menyebabkan perselisihan di antara pihak-pihak yang bertransaksi. Hal ini karena kekhawatiran bahwa barangnya mungkin tidak akan diserahkan akibat kerusakan atau faktor lain. Dengan demikian Islam melarang setiap transaksi yang menyangkut *bay' ma'dum* karena penyerahan barangnya tidak dapat dilakukan dan hal ini mengandung unsur *gharar* yang dilarang.

Bila penyebab pelarangannya seperti di atas, maka berdasarkan peraturan Nomor V.D.6, persoalan *gharar* tersebut dapat diatasi dan dihapuskan dengan pencantuman prinsip-prinsip pinjam-meminjam efek (*Securities Borrowing and Lending*, SBL). Dengan kata lain, penerapan SBL dapat meningkatkan kepastian bahwa saham yang dijual akan diserahkan. Karena kepastian penyerahannya tinggi, maka unsur *gharar* tidak lagi signifikan. Konsekuensinya, ketika sebuah rintangan yang menghambat pengakuan aktivitas tertentu sebagai tuntunan syariah dapat diatasi, maka aktivitas tersebut dapat juga digolongkan sebagai tuntunan syariah.

Argumen ini didasarkan pada kaidah fikih: "*Jika sebuah persoalan yang menghambat (kebolehan sesuatu) dihilangkan, maka kegiatan yang awalnya dilarang menjadi dibolehkan*". Walaupun *short-selling* yang didalamnya terdapat saham yang tidak dimiliki oleh penjual, namun dengan jaminan otoritas bursa, maka *gharar* yang berkaitan dengan penyerahan dapat dihilangkan. Jadi, kemampuan *short-seller* untuk melakukan penyerahan tetap terjamin karena saham-saham tersebut diperdagangkan oleh broker berlisensi yang bekerja atas nama *short-seller*. Selain

itu, saham yang diperdagangkan selalu tersedia di pasar karena dimonitor dan diatur oleh Bapepam.

Dengan merujuk kembali pada perbedaan argumen yang disampaikan oleh fuqaha khusus dalam persoalan keabsahan penjualan berdasarkan *qabd* dan mekanisme *short-selling* yang dimonitor secara ketat dan diatur oleh otoritas bursa, maka dapat dikatakan bahwa *short-selling* sebaiknya dianggap sebagai penjualan yang sah dan tidak ada hal yang salah dalam melakukannya.¹⁸

3. Manfaat Ekonomis dari Akad Pinjaman

Persoalan ketiga adalah apakah seseorang boleh mendapat manfaat ekonomis (keuntungan) dari kontrak pinjaman, dalam hal ini pemilik saham yang meminjamkan sahamnya menerima biaya (*fee*) dari *short-seller* melalui broker. Semua fuqaha menetapkan bahwa setiap syarat yang meminjamnya harus mengembalikan sejumlah tambahan lebih dari dan di atas pinjaman (pokok) adalah dilarang. Tidak dibedakan harta tambahan tersebut apakah termasuk jenis yang sama seperti harta pinjamannya atau berasal dari jenis yang berbeda. Tidak dilihat juga apakah jumlah tambahannya tersebut berlebihan atau minimum.

Syarat seperti itu, menghilangkan tujuan utama dari kontrak pinjaman yang merupakan perbuatan yang baik. Alasan di balik pelarangan syarat ini kepada pemberi pinjaman (*lender*) adalah karena akad pinjaman dimaksudkan sepenuhnya hanya untuk berbuat baik dan bermurah hati membantu para peminjam (*borrower*). Oleh karena itu setiap keuntungan yang didapat oleh para pemberi pinjaman dengan mengorbankan pihak peminjam adalah bertentangan dengan esensi dari akad

¹⁸Sebagai perbandingan, dalam pertemuan ke-69 pada 18 April 2006, Syariah Advisory Council (SAC) Komisi Efek Malaysia, memutuskan bahwa *Regulated Short-Selling* (RSS) sejalan dengan syariah yang mengeliminir unsur *gharar*. Fatwa ini merupakan pengembangan dari peraturan sebelumnya yang menerima pinjaman-meminjam sekuritas (*Securities Borrowing and Lending*), dalam pertemuan ke-13 pada 19 Maret 1998. Lihat Dusuki dan Abozaid, 2008.

ini, terlepas dari keuntungannya berupa finansial atau dalam bentuk lain.

Dengan pengecualian ulama Malikiyah, mayoritas fuqaha membolehkan hadiah (pemberian) atau manfaat dari kontrak pinjaman jika hal itu secara sukarela dan tidak ditetapkan sebagai syarat atau diharapkan berdasarkan kebiasaan (*'urf*). Pendapat mereka didasarkan pada hadits yang diriwayatkan oleh Rafi' tentang peminjaman unta yang disebutkan sebelumnya. Sedangkan menurut Malikiyah, pemberi pinjaman dilarang menerima pemberian apapun dari peminjam, larangan ini berlaku baik untuk pemberi maupun penerima. Dengan demikian penerima pemberian tersebut harus mengembalikannya jika masih utuh, atau membayarnya dengan yang setara untuk barang yang homogen dan dengan nilai (harga) untuk non-homogen.¹⁹

Malikiyah membolehkan peningkatan kualitas dalam pelunasan pinjaman yang tidak disyaratkan, dijanjikan atau diharapkan. Pendapat ini didasarkan pada hadits serupa yang disebutkan sebelumnya mengenai Nabi meminjam unta muda dan mengembalikan dengan unta lebih tua yang lebih berharga. Tetapi jika peningkatannya dalam kuantitas, bukan kualitas, Malikiyah tidak sependapat. Dalam hal ini Malikiyah dalam *Mudawwanah* memutuskan bahwa hal itu diperbolehkan hanya jika peningkatannya sangat kecil, sementara Ibnu Habib memperbolehkan peningkatan itu tanpa syarat.²⁰

Short-selling mengandung praktik riba *nasi'ah* karena nilai barang pinjaman pada saat dikembalikan tidak sama dengan waktu dipinjam. Nilai ini bisa lebih rendah dan bisa

¹⁹Menurut ulama Hanafiyah, pada harta *qimi* tidak terjadi riba jika ada tambahan, sebab harta *qimi* tidak ditimbang, seperti dibolehkan menjual satu kambing dengan dua kambing. Adapun tambahan pada harta *mitsli* dipandang riba. Jika seseorang merusakkan harta *mitsli*, ia bertanggung jawab atas kerusakan tersebut dan harus menggantinya dengan harta yang sama dan sempurna, atau mendekati barang yang dirusak. Adapun pada harta *qimi*, orang yang merusaknya dicukupkan mengganti dengan harta yang senilai dengan harta yang dirusak tersebut. Lihat Sya'fi, *Fiqih Muamalah*, p. 36.

²⁰ al-Zuhaili, *al-Fiqh al-Islami wa Adillatuhu*, Vol. 5, p. 3793-3795.

lebih tinggi akibat perbedaan waktu penyerahan (Nafik, 2009:203). Singkatnya, tidak sah bagi pemberi pinjaman untuk menetapkan setiap peningkatan atau keuntungan sebagai imbalan dari pinjaman. Mengenai keabsahan teknis kontrak pinjaman yang peningkatannya telah ditetapkan, menurut Hanafiyah syarat apapun oleh kreditur dalam kontrak pinjaman untuk setiap peningkatan adalah batal, sedangkan kontrak itu sendiri tetap sah. Menurut Syafi'iyah, baik syarat maupun kontrak pinjaman adalah batal.²¹

Kesimpulan

Pengembangan kerangka hukum dapat memfasilitasi pengembangan pasar modal berbasis syariah dan mendorong pengembangan produk berbasis syariah. Karena itu Bapepam-LK secara berkelanjutan melakukan pemantauan terhadap implementasinya, di samping juga turut berperan aktif dalam pembahasan fatwa DSN-MUI yang terkait dengan pengembangan pasar modal syariah tersebut. Secara umum keputusan sebuah transaksi didasarkan pada kaidah syariah bahwa *semua transaksi (kecuali untuk ibadah) dibolehkan (ibadah) kecuali jika ada petunjuk yang jelas dari sumber-sumber (al-Qur'an dan Sunnah) yang melarangnya*. Transaksi ini dinyatakan sah dari perspektif syariah jika tidak melanggar prinsip tertentu, tidak terdapat *gharar* berlebihan dan harus bersih dari riba. Bila syarat atau kondisi ini terpenuhi, maka transaksi tersebut adalah sah dan dapat dipraktikkan.

Sehubungan dengan fasilitas *short-selling*, tulisan ini menyimpulkan bahwa, *pertama*, saham memenuhi homogenitas harta (*mal mitsli*). Karena subjek dasar (*underlying subject*) yang mewakili saham adalah sah, maka saham dapat menjadi subyek kontrak pinjaman. *Kedua*, alasan utama (*'illah*) untuk larangan transaksi ini adalah timbulnya *gharar* karena probabilitas seorang penjual yang tidak dapat menyerahkan. Selama pemenuhan penyerahan, penyelesaian kontrak dan pembayaran kewajiban keuangan selalu dapat dijamin, dimonitor dan diatur oleh otoritas

²¹Ibnu 'Abidin, *Hashbiyat*, 4/174; al-Nawawi, *Rawdlat al-Thalibin*, 3/277.

bursa, maka kemampuan penjual untuk menyerahkan saham bukan lagi persoalan yang menjadi kekhawatiran. Otoritas bursa juga mampu mengatur mekanisme penyelesaian sengketa di antara anggota perdagangan, dan dengan demikian dapat mewujudkan tujuan syariah (*maqasid*).

Walaupun dapat ditemukan pemecahan untuk pemindahan kepemilikan saham dalam *short-selling* dengan mengadopsi dan menerapkan beberapa pendapat fuqaha, namun persoalan manfaat finansial (*fee*) dari kontrak pinjaman masih menjadi hambatan. Setiap manfaat finansial yang ditetapkan oleh pemberi pinjaman, maka dianggap riba. Oleh karena itu, persoalan pemilik saham yang mendapatkan manfaat finansial dari biaya yang dikenakan dalam transaksi *short-selling* adalah bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah, karena jelas riba.

Berdasarkan kesimpulan tersebut, maka diberlakukannya praktik *short-selling* yang diatur oleh BAPEPAM-LK dan pelarangan oleh DSN-MUI perlu ditinjau ulang dan diberikan penjelasan atau catatan tambahan, terutama penekanan pada keharaman riba, sehingga paling tidak akan ditemukan titik perbedaan perspektif di antara mereka dan dapat diwujudkan sinkronisasi antara penafsiran dan realitas. Aspek tekstual “saham yang tidak dimiliki/*ma'dum*” perlu dilakukan penyesuaian penafsiran sesuai perkembangan model transaksi modern, yang sementara ini DSN-MUI mungkin melihat transaksi *short-selling* hanya dari sisi *bay' ma'dum* yang terbatas tentang kepemilikan saham atau unsur *gharar*. Pelarangan transaksi *short-selling* dalam konteks BEI saat ini bukan lagi karena alasan ini, namun lebih karena terdapat unsur riba di dalamnya.

Dengan mempertimbangkan semua pilihan metode yang mengkaji hukum Islam, ketika mengevaluasi sebuah fatwa bahwa ulama (majelis ulama) telah melarang suatu transaksi, maka tidak dapat disimpulkan bahwa transaksi tersebut tidak islami untuk semua pihak dan sepanjang waktu. Ijtihad ulama yang berbeda mungkin berlainan pula hasilnya. Sebuah fatwa bisa jadi hanya berpijak pada kondisi mendesak yang bersifat sementara dan dapat berubah sesuai tempat dan waktu. Penyikapan terhadap praktik *short-selling* ini berbeda untuk semua bursa, ada yang

menganggap bukanlah sesuatu yang salah atau digolongkan kejahatan, sebaliknya beberapa bursa mengenakan sanksi yang berat karena melanggar kode etik. Di masa yang akan datang dapat dibuat aturan misalnya ketika pasar sedang buruk (*bearish*) praktik seperti ini dilarang, namun bila pasar *bullish* maka dibolehkan. Aspek-aspek ekonomis seperti likuiditas dan efisiensi pasar, aspek sosiologis dan etika investasi (keperilakuan) seperti perjudian, persaingan tidak sehat, tolong-menolong, penciptaan rumor, serta aspek kemaslahatan umum dan sebagainya masih perlu penelitian lebih lanjut baik secara empiris maupun konsep teoritis, dan baik secara kuantitatif maupun kualitatif.

Daftar Pustaka

- Achsien, Iggi H, *Investasi Syariah di Pasar Modal: Menggagas Konsep dan Praktek Manajemen Portfolio Syariah*, Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama, 2002.
- Al-Zuhaili, Wahbah, *Al-Fiqh al-Islami wa Adillatuhu*, Damsyik: Dar al-Fikr, Vol. 5, 1984.
- Arifin, Ali, *Membaca Saham*, Yogyakarta: Penerbit Andi, 2007.
- Bapepam-LK, Peraturan Nomor V.D.6 lampiran Keputusan Ketua Bapepam-LK Nomor: Kep-258/BL/2008 tanggal 30 Juni 2008 tentang Pembiayaan Transaksi Efek oleh Perusahaan Efek Bagi Nasabah dan Transaksi *Short Selling* oleh Perusahaan Efek.
- DSN-MUI, Fatwa Dewan Syari'ah Nasional Nomor: 20/DSN-MUI/IV/2001 Tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksa Dana Syari'ah.
- _____, Fatwa Dewan Syari'ah Nasional Nomor: 40/DSN-MUI/X/2003 Tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal.
- Dusuki, A. W. dan Abdelazeem A., *Fiqh Issues in Short Selling as Implemented in the Islamic Capital Market in Malaysia*, J.KAU: Islamic Econ., Vol. 21, No. 2, 2008.
- El-Gamal, Mahmoud A, *Islamic Finance: Law, Economics and Practice*, New York: Cambridge University Press, 2006.

- Fabozzi, Frank J. dan Franco Modigliani, *Capital Market: Institutions and Instruments, 3rd Ed*, New Jersey: Prentice Hall, 2003.
- Fabozzi, Frank J., *Short selling: Strategies, Risks, and Rewards*, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2004.
- Ibn al-Qayyim, *I' lam al-Muwaqqi'in 'ala Rabb al-'Alamin*, Beirut: Dar al-Jil, 1973.
- Ibn Rusyd, *Bidayat al-Mujtabid wa Nibayat al-Muqtashid*, Beirut: Dar al-Qalam, 1988.
- Ibn Taimiyah, *Majmu' al-Fatawa*, Saudi Arabia: Ministry of Islamic Affairs, 1995.
- Ibnu 'Abidin, *Hashiyat (Radd al-Muhtar 'ala al-Durr al-Mukhtar)*, Beirut: Dar Ihiya 'al-Turats al-'Arabi, 1987.
- Ibnu Qudamah, *Al-Mughni*, Beirut: Dar al-Kitab al-'Arabi, 1983.
- Marshal, Jhon F, *Investment Banking and Brokerage: New Rules of the Game*, Probus Pub., (dalam Achsien, 2002:67), 1994.
- Nafik HR, Muhammad, *Bursa Efek dan Investasi Syariah*, Jakarta: PT Serambi Ilmu Semesta, 2009.
- Obaidullah, Muhammed, *Islamisation and Stock Market Efficiency*, New Horizon, May, 1997.
- Syahatah, Husein dan Athiyah Fayyadh, *Bursa Efek: Tuntunan Islam dalam Transaksi di Pasar Modal*, Diterjemahkan oleh A. Syakur, Surabaya: Pustaka progressif, 2004.
- Syafei, Rachmat, *Fiqh Muamalah*, Bandung: Pustaka Setia, 2001.
- Vogel, Frank E. dan Samuel L Hayes, *Hukum Keuangan Islam: Konsep, Teori dan Praktik*, terjemahan, Bandung: Penerbit Nusamedia, 2007.
- Wayman, R, *The Short and Distort-Stock Manipulation in A Bear Market*, 2002. Dari <http://www.investopedia.com/articles/analyst/030102.asp>. Diakses 8 Januari 2010.
- <http://www.detikfinance.com/read/2009/05/06/081358/1126909/479/seluk-beluk-transaksi-short-selling>. Diakses tanggal 8 Januari 2010.