

Perbandingan Kriteria Syari'ah Pada Indeks Saham Syari'ah Indonesia, Malaysia, dan Dow Jones

Syafiq M. Hanafi

Fakultas Syari'ah dan Hukum UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta

Abstrak: Tulisan ini meneliti tentang kriteria penerbitan saham syari'ah pada tiga indeks saham, *Jakarta Islamic Index (JII)*, *Kuala Lumpur Stock Exchange Syariah (KLSI)* dan *Dow Jones Islamic Market Index (DJIM)*. Ketiga indeks tersebut menggunakan kriteria yang berbeda sebagai persyaratan menjadi saham syari'ah. Tulisan ini mencoba untuk menganalisis perbedaan kriteria-kriteria tiga indeks tersebut. Perbedaan implementasi ajaran *fiqh mu'amalah* pada indeks saham dikarenakan dasar acuan (pendapat *fuqaha*) yang dipergunakan berbeda. Kondisi indeks dan jumlah saham masing masing indeks juga menjadi pertimbangan dalam menetapkan kriteria saham syari'ah.

Kata Kunci: *Saham Syari'ah, Indeks Saham, fiqh mu'amalah*

Pendahuluan

Diskusi tentang saham syariah telah menjadi perbincangan kalangan ulama fikih (*fuqaha*) sejak tahun 1970-an.¹ Kalangan *fuqaha* berbeda pendapat tentang hukum saham dan jual belinya. Sebagian *fuqaha* berpendapat bahwa praktek jual beli saham penuh dengan unsur spekulasi², namun sebagian *fuqaha* memperbolehkan transaksi saham sebagaimana transaksi jual beli pada umumnya. Perbedaan pandangan tersebut dikarenakan aktivitas jual-beli saham merupakan hal yang baru dan tidak adanya nas yang secara tegas menyebutkan tentang saham. Kalangan *fuqaha* yang membolehkan aktivitas saham merujuk pada konsep *syirkah* pada kajian fikih muamalat. *Syirkah* yang

¹ Khaled A. Hussein, *Islamic Investment: Evidence From Dow Jones and FTSE Indices*, 2004, hlm. 1

² Rodney Wilson, Islamic finance and ethical investment, *International Journal of Social Economics*, Vol. 24 No. 11, 1997, pp. 1325-1342. © MCB University Press, 0306-8293

diidentikkan dengan saham adalah *syirkah* sukuti yang melibatkan banyak pihak³. Dari pendapat ulama yang beragam, saham syariah merupakan salah satu aktivitas pasar modal untuk memenuhi keinginan investor muslim dalam berinvestasi.

Tulisan ini merujuk pada pendapat dewan penasehat syariah yang memperbolehkan aktivitas jual-beli saham. DPS (Dewan Pengawas Syariah)⁴ masing-masing negara berbeda dalam menerapkan persyaratan emiten yang akan diklasifikasikan menjadi saham (perusahaan) syariah. DPS masing-masing negara merujuk pada pendapat ulama klasik yang berbeda ketika membuat kriteria yang akan di terapkan pada indek masing-masing negara. Perbedaan penggunaan kriteria oleh ulama juga dipengaruhi oleh kondisi obyektif masing-masing negara yang berkaitan dengan jumlah perusahaan, obyek usaha, dan karakteristik keuangannya. Negara yang memiliki banyak perusahaan (terdaftar pada bursa efek), cenderung menerapkan kriteria syariah yang lebih ketat dan sebaliknya pada negara yang masih sedikit. Kriteria obyek usaha pada negara dengan perusahaan yang banyak relatif lebih luas dan lebih beragam dibanding negara yang memiliki sedikit perusahaan.

Secara umum, terdapat dua kriteria yang harus dipenuhi emiten agar dapat menjadi perusahaan syariah. Kriteria tersebut adalah; kriteria obyek usaha dan kriteria kuantitatif (akuntansi). Obyek usaha emiten (perusahaan) merupakan inti bisnis yang dijalankan oleh setiap emiten dan harus bersifat halal menurut ajaran Islam. Kriteria tersebut bersifat mutlak dan paling mendasar bagi sebuah emiten untuk dapat diklasifikasikan menjadi saham syariah. Halal dan haram merupakan kriteria

³ Kalangan Ahli Hukum modern memperbolehkan transaksi saham karena pemilik saham adalah mitra sesuai proporsi kepemilikan saham, Wahbah Az-Zuhailiy, *Al-Fiqh Al-Islamiy Wa Adillatuhu*, Juz. III, hlm. 184. Pendapat tersebut juga dikemukakan oleh M. Ghaffar al-Syarif, Yusuf Musa dan lainnya (Fatwa DSN No. 41/DSN-MUI/III/2004).

⁴ Istilah Dewan Pengawas Syariah (DPS) berbeda pada masing-masing negara. Di Malaysia dikenal dengan Majlis Penasihat Syariah (MPS) atau *Syariah Advisory Council* (SAC) dan di Dow Jones disebut dengan *Syariah Supervisory Board* (SSB).

mendasar yang harus dipenuhi oleh emiten. Kriteria tersebut merupakan keputusan mutlak yang ditetapkan oleh dewan syariah masing-masing negara. Kriteria halal-haram mengalami perluasan makna dan meliputi segala sesuatu yang dianggap berbahaya (*madarat*) dan demi kepentingan umum (*maslahah*). Pada negara-negara yang telah memiliki keragaman usaha emiten, maka pelarangan obyek usaha lebih luas dibanding negara yang relatif belum memiliki keragaman usaha emitennya⁵.

Kriteria kuantitatif (akuntansi) merupakan kriteria yang diperuntukkan pada aspek keuangan perusahaan yang terdiri dari aspek modal, utang dan pendapatan perusahaan. Kriteria yang dipergunakan masing-masing negara berbeda dengan negara lainnya dengan melihat kondisi emiten maupun keputusan dewan syariah. Perbedaan tersebut memiliki pijakan pendapat ulama fikih klasik yang beragam terhadap persoalan-persoalan tersebut. Rasio jumlah utang dalam sebuah usaha dibandingkan dengan modal sendiri berbeda-beda. Demikian juga dengan jumlah pendapatan nonhalal yang tidak dapat dihindari dalam dunia bisnis saat ini mengalami perbedaan batasan pada kriteria.

Sebagian indek menggunakan rasio hutang terhadap modal adalah 45:55, sedangkan indek lain menggunakan batas 33% sebagai batas maksimal utang perusahaan. Pendapatan nonhalal yang diperbolehkan bagi emiten syariah adalah maksimal 10% dari seluruh pendapatan dan indek lain menerapkan nilai maksimal adalah 5% dari total pendapatan. Kriteria-kriteria tersebut didasarkan pada sumber hukum maupun pendapat ulama klasik yang berbeda-beda.

Tulisan ini akan menelaah pada sumber hukum serta pendapat ulama yang dijadikan rujukan oleh ulama terhadap masing-masing indek saham. Tulisan ini merupakan analisis terhadap pendapat ulama dan melakukan perbandingan serta mengaitkan dengan teori keuangan.

⁵ DJIM merubah kriteria akuntansi karena mengalami perkembangan kinerja perusahaan dan pertimbangan jumlah saham yang semakin banyak. Jumlah maksimal piutang perusahaan DJIM pada awalnya adalah 45% tetapi diganti menjadi 33%. Penurunan tersebut menunjukkan rasio yang lebih ketat bagi perusahaan kelompok DJIM.

Kriteria Penerbitan Syari'ah

1. Indonesia

Di Indonesia, indeks syariah pertama diluncurkan pada tanggal 3 Juni 2000 yang dikenal dengan *Jakarta Islamic index* (JII). Saham syariah tersebut merupakan sekumpulan saham yang telah diseleksi oleh Bursa Efek Jakarta (BEJ) bekerja sama dengan PT. Danareksa Investama Management. Saham yang tergabung dalam JII merupakan saham unggulan, aktif dengan kapitalisasi pasar tertinggi (30 saham). Kumpulan saham JII tersebut dievaluasi setiap enam bulan sekali berdasarkan laporan keuangan dan inti usaha dari emiten (*core business*).

Secara umum, investasi pada pasar modal di Indonesia mengacu pada keputusan DSN-MUI yang ditindaklanjuti dengan keputusan ketua Bapepam-LK. Fatwa Dewan Syari'ah Nasional Majelis Ulama Indonesia no: 40/DSN-MUI/X/2003, tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal. Pasal 3 Keputusan DSN-MUI No. 40/DSN-MUI/X/2003 adalah:

EMITEN YANG MENERBITKAN EFEK SYARIAH

Pasal 3

Kriteria Emiten atau Perusahaan Publik

1. Jenis usaha, produk barang, jasa yang diberikan dan akad serta cara pengelolaan perusahaan Emiten atau Perusahaan Publik yang menerbitkan Efek Syariah tidak boleh bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah.
2. Jenis kegiatan usaha yang bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah sebagaimana dimaksud dalam Pasal 3 angka 1 di atas, antara lain:
 - a. perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang;
 - b. lembaga keuangan konvensional (*ribawi*), termasuk perbankan dan asuransi konvensional;
 - c. produsen, distributor, serta pedagang makanan dan minuman yang haram; dan
 - d. produsen, distributor, dan/atau penyedia barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat *mudarat*.

- e. melakukan investasi pada Emiten (perusahaan) yang pada saat transaksi tingkat (*nisbah*) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan *ribawi* lebih dominan dari modalnya;
3. Emiten atau Perusahaan Publik yang bermaksud menerbitkan Efek Syariah wajib untuk menandatangani dan memenuhi ketentuan akad yang sesuai dengan syariah atas Efek Syariah yang dikeluarkan.
4. Emiten atau Perusahaan Publik yang menerbitkan Efek Syariah wajib menjamin bahwa kegiatan usahanya memenuhi Prinsip-prinsip Syariah dan memiliki Shariah Compliance Officer.

Dalam hal Emiten atau Perusahaan Publik yang menerbitkan Efek Syariah sewaktu-waktu tidak memenuhi persyaratan tersebut di atas, maka Efek yang diterbitkan dengan sendirinya sudah bukan sebagai Efek Syariah.

Kriteria DSN-MUI tersebut ditindaklanjuti dengan Keputusan Ketua Bapepam-LK Nomor: KEP.-130/BL/2006 Tentang Penerbitan Efek Syariah dengan lampiran pada Angka 2 huruf a Peraturan IX.A.13 adalah:

2. Ketentuan Umum

- a. Kegiatan usaha yang bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah antara lain:
 - 1) perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang;
 - 2) menyelenggarakan jasa keuangan yang menerapkan konsep ribawi, jual beli risiko yang mengandung gharar dan atau maysir;
 - 3) memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, dan atau menyediakan:
 - a) barang dan atau jasa yang haram karena zatnya (*haram li-dzatibi*);
 - b) barang dan atau jasa yang haram bukan karena zatnya (*haram li-ghairibi*) yang ditetapkan oleh DSN-MUI; dan atau
 - c) barang dan atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat; dan atau

- 4) melakukan investasi pada perusahaan yang pada saat transaksi tingkat (nisbah) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan ribawi lebih dominan dari modalnya, kecuali investasi tersebut dinyatakan kesyariahnya oleh DSN-MUI.

Peraturan Bapepam-LK Nomor: KEP.-130/BL/2006 ditindaklanjuti dengan Peraturan Nomor: KEP-314/BL/2007 Tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah yang dimuat dalam Peraturan II.K.1, yaitu tidak melebihi rasio-rasio keuangan sebagai berikut:

- a) total hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82% (hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 45%:55%); dan
- b) total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan (*revenue*) tidak lebih dari 10%;

Saham-saham yang masuk dalam Daftar Efek Syariah adalah saham-saham yang telah lolos melalui kriteria obyek usaha maupun rasio-rasio yang telah ditetapkan. Penilaian terhadap kriteria tersebut dilakukan dua kali dalam satu tahun yaitu berdasar laporan setiap enam bulan dan laporan akhir tahun secara periodik.

2. Malaysia

Indek saham syariah di Malaysia terdiri dari dua, Kuala Lumpur Syariah Indek (KLSI) dan Rashid Husein Berhad Islamic Market Indek (RHBIMI). KLSI didirikan oleh pemerintah sedangkan RHBIMI didirikan oleh swasta (Rashid Hussain Berhad). Munculnya dua indek tersebut menunjukkan besarnya minat investor Malaysia dan negara lain terhadap investasi Islam di Malaysia. Perkembangan tersebut dapat dilihat dari emiten yang selalu bertambah dan saat ini saham syariah telah menguasai 88% dari seluruh saham yang tercatat di KLSE pada tahun 2010 (www.sc.com)

Kuala Lumpur Syariah Index (KLSI) adalah pasar modal syariah Malaysia yang didirikan oleh pemerintah Malaysia pada tanggal 17 April 1999. KLSI ini adalah index rata-rata tertimbang (*weighed-average index*) dan terdiri dari saham-saham yang tercatat pada papan utama Kuala Lumpur Composite Index (KLCI). Saham-saham tersebut telah mengalami penyaringan sesuai ketentuan yang ditetapkan oleh Majlis Penasehat Syariah (*Syariah Advisory Council/SAC*) dari Komisi Sekuritas Malaysia (SC). Peluncuran tersebut didasarkan pada permintaan investor lokal maupun asing yang menginginkan investasi pada saham yang didasarkan pada syariah.

RHBIMI adalah pasar modal syariah pertama di Malaysia yang diperkenalkan oleh Rashid Hussein group Malaysia pada tanggal 1 Juni 1992. RHBIMI ini adalah index yang berbasis kapitalisasi yang didasarkan pada perusahaan yang terdaftar di papan utama dan papan kedua Kuala Lumpur Stock Exchange (KLSE). Untuk dapat dimasukkan ke dalam index maka saham perusahaan tersebut harus lolos dari criteria syariah yang telah ditetapkan oleh pihak RHBIMI.

Inti bisnis emiten (perusahaan) yang dilarang oleh *Shariah Advisory Council* (SAC)⁶ dari Komisi Sekuritas (SC) adalah kegiatan emiten:

a. Kriteria Kualitatif (www.sc.com.my dan icm@bursamalaysia.com)

Secara umum, perusahaan yang masuk dalam katagori saham syariah jika inti bisnis perusahaan tidak bergerak pada aktivitas:

1. Jasa keuangan berbasis bunga
2. Aktivitas yang mengandung unsur permainan, judi, maysir
3. Perusahaan atau menjual dan memproduksi produk nonhalal

⁶ Peran Dewan Penasihat Syariah (*Shariah Advisory Council/ SAC*): (1) Untuk menjaga pasar saham syariah sesuai dengan prinsip-prinsip Islam, maka Dewan Pengawas Syariah Malaysia dibentuk pada tahun 1996 dengan tujuan: (2) Memberi pertimbangan nilai syariah kepada komisi sekuritas Menyediakan panduan syariah pada transaksi saham syariah dengan tujuan pada standarisasi dan aplikasi yang sesuai.

4. Asuransi konvensional
5. Aktivitas hiburan yang bertentangan dengan syariah
6. Perusahaan yang memproduksi dan menjual tembakau dan produk turunannya
7. Jasa perantara dan perdagangan saham yang diragukan kesyariahnya
8. Aktivitas perusahaan yang dianggap bertentangan dengan syariah

SAC juga memperhitungkan kontribusi pendapatan tingkat bunga yang diterima oleh perusahaan dari deposito atau bunga dari instrument keuangan. Demikian juga dengan dividen dari perusahaan non-syariah yang telah disetujui dan oleh SAC. Pada perusahaan yang mengkombinasikan antara unsur yang diperbolehkan dan tidak maka SAC menambahkan dua kriteria:

1. Persepsi publik dan imej perusahaan harus baik.
2. Aktivitas inti perusahaan memiliki manfaat dan masalah (*public benefit*) untuk umat dan bangsa dan unsur yang tidak diperbolehkan sangat minimal karena tidak dapat dihindarkan.

b. Kriteria Kuantitatif (www.sc.com.my dan icm@bursamalaysia.com)

Untuk menentukan toleransi percampuran antara saham yang diperbolehkan dan tidak diperbolehkan terhadap pendapatan dan keuntungan sebelum pajak sebuah perusahaan. SAC menetapkan beberapa pembandingan yang didasarkan pada ijtihad. Jika pendapatan dari usaha yang tidak diperbolehkan syariah melebihi batasan, maka saham perusahaan tersebut tidak dikategorikan sebagai saham syariah.

Batasan tersebut adalah:

- a. Batasan 5%
Batasan ini dipergunakan dari berbagai aktivitas bisnis yang secara tegas dilarang oleh syariah seperti bunga (riba), dari lembaga keuangan konvensional seperti bank, perjudian dan aktivitas minuman keras dan babi)

- b. Batasan 10%
Batasan ini dipergunakan dari berbagai aktivitas bisnis yang dilarang tetapi sangat sulit dihindari, seperti bunga simpanan deposito perbankan konvensional dan produk rokok.
- c. Batasan 20 %
Batasan ini dipergunakan terhadap penenrimaan sewa dari aktivitas bisnis yang tidak diperkenankan oleh syariah seperti penerimaan dari perjudian, minuman keras dan lainnya.
- d. Batasan 25%
Batasan ini dipergunakan untuk aktivitas bisnis yang diperbolehkan oleh syariah dan memiliki kemaslahatan tetapi masih terdapat unsur yang dapat mempengaruhi kesyariahan aktivitas tersebut. Aktivitas tersebut adalah hotel, perdagangan saham, broler saham dan aktivitas bisnis yang bertentangan dengan syariah.

Indeks ini sudah menyajikan suatu platform yang kuat untuk pertumbuhan saham dan manajemen dana islami dan industri broker saham di Malaysia. KLSE Syariah Indeks telah menunjukkan performa yang baik pada tahun 2001 dengan keuntungan 2.3 persen.

3. Dow Jones Islamic Market Index (DJIMI)

Dow Jones Islamic Market Index (DJIM) meluncurkan pasar indeks Islam pada Februari 1999 dan merupakan indeks Islam pertama di dunia muslim. DJIMI adalah bagian dari kelompok index-index global Dow Jones (DJGI) yang terdiri dari 2700 saham dari 64 indeks negara yang disesuaikan dengan prinsip syariah. DJIMI mencakup 10 sektor ekonomi, 19 sektor pasar, 41 grup industri dan 114 sub grup (www.djindexes.com).

Sharia Supervisory Board (SSB) dari Dow Jones Islamic Market Index (DJIM) melakukan filterisasi terhadap saham-saham halal berdasarkan aktivitas bisnis dan rasio finansialnya.

SSB secara lebih spesifik langsung mengeluarkan perusahaan yang memiliki usaha dalam bidang-bidang berikut :

- a. Alkohol
- b. Minuman keras dan produk turunannya
- c. Jasa Keuangan Konvensional
- d. Industri Hiburan
- e. Tembakau
- f. Senjata dan alat pertahanan

Kriteria Rasio Keuangan

Rasio keuangan di bawah ini harus kurang dari 33%

(www.djindexes.com).

- a. Total hutang dibagi total aset rata-rata kapitalisasi pasar selama 24 bulan⁷
- b. Jumlah kas perusahaan yang menghasilkan bunga dibagi aset rata-rata setahun⁸
- c. Total piutang dibagi total aset rata-rata kapitalisasi pasar selama 24 bulan⁹

Perbandingan Kriteria Penerbitan Saham antara JII, KLSE dan DJIMI

a. Kriteria Obyek Usaha (Emiten)

Implementasi fikih muamalat pada aktivitas bisnis didasarkan pada beberapa nilai ajaran Islam yang ditetapkan menjadi kriteria sebuah emiten (perusahaan). Secara umum, transaksi pada pasar modal termasuk saham dianggap tidak sesuai dengan syariah (fikih muamalat) didasarkan pada beberapa hal: 1). Praktek jual beli saham masih didasarkan

⁷Exclude companies for which Total Debt divided by Trailing Twelve Month Average Market Capitalization (TTMAMC) is greater than or equal to 33%. (Note: Total Debt = Short-Term Debt + Current Portion of Long-Term Debt + Long-Term Debt).

⁸ Exclude companies for which the sum of Cash and Interest-Bearing Securities divided by TTMAMC is greater than or equal to 33%.

⁹Exclude companies if Accounts Receivables divided by TTMAMC is greater than or equal to 33%. (Note: Accounts Receivables = Current Receivables + Long-Term Receivables) (Shariq dan Nizar, 2007).

pada mekanisme kinerja pasar yang masih bersifat spekulasi. Tujuan investor melakukan jual beli saham bertujuan untuk mendapatkan *capital gain* dan bukan untuk tujuan kepemilikan perusahaan. 2). Inti bisnis emiten (perusahaan) merupakan aktivitas bisnis yang dilarang oleh ajaran Islam (haram). 3). Ketentuan yang berkaitan dengan rasio keuangan (kriteria kuantitatif/akuntansi) tidak sesuai dengan ketentuan yang ditetapkan oleh syariah. Kriteria keuangan yang ditetapkan adalah, rasio utang, likuiditas, pendapatan nonhalal dan pendapatan bunga.

Jumlah saham syariah di Indonesia sekitar 169-174 saham dari total 400 saham yang terdaftar di BEI. Di Malaysia jumlah saham syariah sekitar 88 % dari keseluruhan saham yang tercatat di KLSE 862 saham. Jumlah saham yang termasuk dalam DJIMI sekitar 1700 saham dari 3000 saham yang tercatat pada NYSE. Jumlah saham terdaftar pada masing-masing indeks berpengaruh terhadap penetapan kriteria syariah. Jumlah tersebut menjadikan pertimbangan terhadap ketat atau tidaknya kriteria akuntansi (kuantitatif).

Kriteria yang diterapkan pada obyek usaha bisnis perusahaan syariah pada ketiga indeks tersebut¹⁰ lebih luas dibanding kriteria pada fikih muamalat.¹¹ Aspek halal dan haram yang berimplikasi pada boleh dan tidaknya sebuah usaha juga mempertimbangkan nilai yang berkembang di masyarakat. Pada indeks Dow Jones, kriteria rokok, pertahanan/ alat perang dan hiburan sedangkan di Malaysia

¹⁰ Lihat halamn 5 dan 6 untuk obyek usaha di Indonesia, halaman 8 di Malaysia dan halaman 10 untuk Dow Jones Market Islamic Index.

¹¹ Investasi ke dalam perusahaan-perusahaan yang memiliki aset atau mekanisme operasional yang tidak sesuai dengan syariah Islam. Industri-industri tersebut ialah yang bergerak dalam bidang: Minuman keras, narkotika, psikotropika, dan zat-zat adiktif beserta derivatifnya; Makanan haram dan derivatifnya; Pornografi dan seni mempamerkan keindahan tubuh wanita; Prostitusi; Perjudian; Perusahaan-perusahaan yang menjalankan usahanya dan memberikan serta memperoleh keuntungan melalui bunga (interest); Industri senjata yang secara jelas produknya digunakan untuk melawan dunia Islam atau kaum muslimin. (Lihat: William Clark, *Islamic Securities Market: Australian Experience*, 1997).

kriteria tentang persepsi publik dan imej perusahaan harus baik. Kriteria-kriteria tersebut merupakan kriteria usaha yang tidak diperbolehkan dalam saham syariah pada dua indeks tersebut. Kriteria tersebut tidak ditemukan dalam kajian fikih muamalat dan merupakan persoalan hukum yang bersifat *ijtihadi*. Perusahaan rokok dan persenjataan dipandang sebagai kegiatan usaha yang bersifat membahayakan baik untuk kesehatan maupun perdamaian dunia. Perluasan bidang larangan usaha tersebut untuk melindungi kepentingan (*maslahah*) manusia dibanding kepentingan bisnis itu sendiri.

Di Bursa Efek Indonesia (BEI) kriteria perusahaan syariah relatif lebih sedikit dibanding Dow Jones dan Malaysia. Perusahaan pornografi, prostitusi, pembuatan dan pemasaran senjata, tidak terdaftar di BEI. Perusahaan go publik di Indonesia relatif belum sebanyak dibanding di dua indeks tersebut.

Kriteria pelarangan obyek usaha emiten yang lebih luas tersebut dipengaruhi oleh kriteria investasi etis (IE) yang berkembang sebelumnya. Investasi etis sebelumnya telah melarang aktivitas yang bertentangan dengan moral, seperti pornografi, minuman keras, nuklir, senjata, tembakau (Jolly, 1993). Pada indeks KLD CV 400 yang menjadi rujukan IE kalangan Katolik menambahkan pelarangan bisnis yang berkaitan dengan aborsi (Llyod, 2005). Di lain pihak, pada kriteria syariah terdapat kriteria kemaslahatan dan menghindari usaha yang bersifat *madarat*¹² dan merusak moral sehingga pelarangan terhadap kriteria tersebut sesuai dengan ketentuan fikih muamalat. Kriteria pelarangan tersebut bertentangan dengan prinsip dasar muamalat yang berkaitan dengan asas kemanfaatan. Kriteria tersebut dianggap tidak memberikan nilai guna bahkan cenderung mendatangkan bahaya bagi kehidupan manusia. Transaksi obyek usaha yang bertentangan dengan prinsip dasar muamalat menjadikan

¹² (pasal 2 (4) DSN-MUI, Ketentuan Umum pasal 3 c

transaksi tersebut tidak memiliki kekuatan hukum.¹³ Transaksi dalam ekonomi Islam tidak hanya mempertimbangkan aspek ekonomi tetapi juga aspek moral dan hukum.

Aktivitas bisnis pornografi, minuman keras, nuklir, senjata, tembakau dan aborsi bukan hanya bertentangan dengan nilai moral dan agama, tetapi juga bertentangan dengan nilai-nilai universal. Beberapa investor dan anggota masyarakat lebih memilih investasi etis sebagai bagian portofolio mereka dibanding investasi pada usaha emiten yang tidak didukung masyarakat luas. Kesadaran masyarakat dalam dunia bisnis mengalami perkembangan dan menuju *green investment*. Aktivitas bisnis yang dianggap bertentangan dengan nilai-nilai masyarakat dikategorikan sebagai *negative screening* sehingga tidak dianjurkan untuk kalangan investor sebagai pilihan investasi.

Kriteria etis dalam investasi telah lama dikenal di kalangan pelaku bisnis. Kalangan muslim mengenal investasi etis sejak ajaran Islam melarang beberapa aktivitas bisnis yang dianggap tidak sesuai dengan ajaran Islam. Dunia barat mengenal investasi etis sejak sekte Quaker menolak aktivitas bisnis yang berkaitan dengan perang dan perdagangan budak pada abad ke 16-17¹⁴. Kalangan muslim telah menjalankan investasi etis 12 abad lebih dulu dibanding dunia barat, tetapi kalangan barat telah memperluas jangkauan *negative screening* dalam investasi seperti yang kita kenal saat ini.

Pada tahun 1990-an, kriteria terhadap obyek usaha perusahaan bukan hanya pada *negative screening* (kriteria yang menyebabkan perusahaan dikeluarkan dari daftar perusahaan etis) tetapi juga menekankan *positive screening*. *Positive screening* adalah aktivitas perusahaan yang dianggap memiliki nilai tambah bagi masyarakat. Aktivitas tersebut seperti,

¹³ Wahbah Az-Zuhailiy, *Al-Fiqh Al-Islamiy wa Adillatuhu*, Damaskus: Dar Al-Fikr, 1989, hlm. 235 Transaksi pada barang-barang yang dilarang agama seperti, bangkai, minuman keras, babi, dan lainnya menjadikan akadnya tidak sah (*ghairu shahih*).

¹⁴ Haas, Robert, Robert Brady, Barbara Widstrand, (2003), *Screening Investment of Stakeholders: SRI in USA*, *Social Investment Forum*, hlm, 12-15

pemeliharaan lingkungan, kecelakaan kerja minimal, persamaan gaji, produk ramah lingkungan, tidak menggunakan tenaga kerja anak-anak, dan lain-lain¹⁵. Beberapa pemerhati dan masyarakat mendorong investor untuk berinvestasi pada perusahaan yang berpredikat *positive screening*. Aktivis investasi etis menilai perusahaan yang memiliki atribut *positive screening* memiliki nilai tambah dalam berinvestasi sehingga menimbulkan pandangan positif di masyarakat. Investasi tersebut mendapat dukungan masyarakat luas baik investor etis maupun investor biasa.

Penelitian Hudson¹⁶ (2005) menunjukkan bahwa 70% kalangan investor Dow Jones melakukan investasi pada IE sebagai diversifikasi portofolio investasi mereka. Motiasi investor tersebut beragam, para investor menilai bahwa IE relatif memiliki risiko yang lebih kecil dibanding saham biasa karena telah melewati seleksi. Alasan lain menunjukkan bahwa investasi pada IE merupakan bagian dalam keikutsertaan mereka untuk berinvestasi yang didukung oleh masyarakat luas. Ketertarikan investor pada IE menunjukkan bahwa IE dapat memberikan tingkat keuntungan finansial yang kompetitif dan keuntungan nonfinansial. Keuntungan nonfinansial yang diperoleh adalah investasi yang didukung masyarakat luas untuk menuju perubahan dunia yang lebih baik¹⁷.

IE membatasi obyek usaha perusahaan melalui penyaringan obyek usaha sehingga jumlah perusahaan terbatas bahkan perusahaan tertentu tidak dapat menjadi IE walaupun mendatangkan keuntungan ekonomik. Secara teori,

¹⁵ Munoz, Maria Jesus -Torres, Maria AEL ngeles Fernandez-Izquierdo and Maria Rosario Balaguer-Franch, (2004), The social responsibility performance of ethical and solidarity funds: an approach to the case of Spain, *Business Ethics: A European Review Blackwell Publishing Ltd*. Volume 13 Numbers 2/3 April/July 2004, hlm. 17

¹⁶ Hudson, Richard, (2005). *Business Ethics Quarterly*, Volume 15, Issue 4. ISSN 1052-150X, hlm. 641-657

¹⁷ Beal, Diana J., Michelle Goyen, and Peter Philips, (2005), Why Do We Invest Ethically?, *The Journal of Investing*, Fall, hlm. 33.

penyeleksian saham adalah biaya yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Penyeleksian emiten mempersempit ruang gerak dan obyek emiten sehingga berpotensi menolak emiten yang produktif dan unggulan. Secara empiris, batasan obyek usaha tersebut tidak mempengaruhi kinerja sehingga kinerja IE lebih baik dibanding konvensional. Saham dan emiten syariah telah melalui seleksi sehingga dapat meningkatkan kinerja dan mendapatkan dukungan masyarakat luas.

Dalam kajian fikih muamalat, kriteria *positive screening* belum dikenal sebagai bagian dari bisnis atau perdagangan. Dalam sejarah profesi di kalangan muslim, profesi dagang (menjadi pedagang) merupakan profesi terhormat dengan imbalan surga bagi yang melakukan dengan jujur. Demikian juga dengan tiga indeks saham syariah tersebut belum mengembangkan konsep *positive screening* pada obyek-obyek perusahaan. Isu *positive screening* pada saham syariah tidak segenar pada IE lainnya yang aktif mengkampanyekannya sebagai pilihan investasi.

Hukum Islam berkembang sesuai perubahan zaman dengan tidak meninggalkan aspek fundamental “Islam” itu sendiri. Hukum yang berkaitan dengan ekonomi juga mengalami perkembangan yang signifikan. Perkembangan praktek ekonomi tersebut memerlukan payung hukum agar tetap terjaga nilai kesyariahnya. Lembaga fatwa MUI telah membentuk badan khusus untuk menangani aspek hukum ekonomi dengan nama Dewan Syariah Nasional (DSN-MUI). Praktek ekonomi akan selalu berkembang dan memerlukan kepastian hukum sehingga kajian fikih muamalat akan selalu dihadapkan pada persoalan-persoalan baru. Di masa depan, saham syariah bukan hanya difokuskan pada obyek emiten yang bersifat halal dan haram, tetapi juga mendorong untuk aktivitas perusahaan yang dianggap memberikan kemaslahatan umat manusia dan perbaikan dunia sebagai *positive screening*.

b. Kriteria Kuantitatif (Akuntansi)

1. Rasio Utang

Kriteria kuantitatif (akuntansi) merupakan kriteria yang diterapkan pada keuangan perusahaan. Kriteria kuantitatif merupakan batasan rasio keuangan yang diperbolehkan menurut ketentuan syariah. Kriteria tersebut menyangkut rasio utang, rasio aset, pendapatan nonhalal, likuiditas dan piutang.

Kriteria rasio utang perusahaan syariah pada ketiga indek syariah berbeda-beda. Rasio utang di DJIM adalah 33% terhadap kapitalisasi pasar selama satu tahun. Rasio utang tersebut setara dengan sepertiga total jumlah utang¹⁸ perusahaan yang diperbolehkan menurut ketentuan syariah oleh SSB. Rasio utang perusahaan syariah di Indonesia adalah jumlah total yang menggunakan bunga tidak melebihi 0.82 terhadap total ekuitas. Rasio tersebut setara dengan 45% jumlah total utang yang diperbolehkan. Majelis Pertimbangan Syariah Malaysia tidak memberikan batasan tingkat utang perusahaan syariah karena batasan kuantitatif hanya pada batasan maksimal pendapatan yang dilarang pada masing-masing obyek usaha.

Pada saat ini, mayoritas utang perusahaan menggunakan sistem bunga sebagai tambahan atas modal yang dipinjam. Hutang perusahaan merupakan salah satu kebijakan keuangan yang sulit dihindari guna meningkatkan kinerja perusahaan. Pada kasus *free cash flow* (aliran kas bebas), kebijakan utang perusahaan merupakan mekanisme untuk mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer (Jensen, 1985). Ketersediaan dana nonbunga oleh lembaga keuangan syariah relatif masih terbatas dan belum mampu untuk mencukupi kebutuhan keuangan perusahaan. Kebutuhan utang perusahaan dapat dipenuhi melalui lembaga keuangan konvensional dengan sistem bunga tidak terkecuali perusahaan yang termasuk dalam perusahaan syariah.

¹⁸ Note: Total Debt = Short-Term Debt + Current Portion of Long-Term Debt + Long-Term Debt).

Perusahaan yang tercatat di DJIM maupun di saham syariah di Indonesia masih menggunakan utang perusahaan dengan mekanisme bunga. Sistem bunga dilarang dalam perekonomian Islam, tetapi karena penggunaannya masih sulit dihindari maka para dewan syariah sepakat untuk membatasi jumlah utang dengan sistem bunga. Batasan jumlah utang yang masih menggunakan mekanisme bunga berbeda pada setiap indeks syariah.

Pada DJIM, *Shariah Supervisory Board* (SSB) menetapkan bahwa jumlah utang perusahaan maksimal 33% atau sepertiga dari total modal. Jumlah sepertiga dianggap banyak dengan merujuk pada hadis nabi yang berkaitan dengan jumlah maksimal pada kasus wasiat¹⁹. Jumlah tersebut dimaksudkan sebagai batas penggunaan bunga pada perusahaan syariah. Di lain pihak, batasan 33% lebih besar dibanding batasan pendapatan nonhalal yang 5%. Jika jumlah batasan utang yang diperbolehkan syariah sebesar 5%, maka jumlah tersebut tidak memberikan kontribusi dan pendapatan yang signifikan pada perusahaan. Angka sepertiga adalah batasan maksimal dalam memberikan wasiat karena dianggap sudah banyak, sedangkan pada skreening saham jumlah sepertiga dianggap jumlah yang banyak untuk utang yang menggunakan bunga bagi sebuah perusahaan.²⁰

Batasan utang perusahaan syariah di Indonesia adalah rasio utang berbasis bunga terhadap total ekuitas sebesar 0,82. Rasio tersebut setara dengan 45:55 (total utang berbasis bunga dibandingkan total ekuitas). Jumlah utang berbasis bunga yang diperbolehkan oleh Dewan Pengawas Syariah (DPS) adalah 45% dan batasan tersebut lebih tinggi dibandingkan batasan SAC terhadap DJIM dengan 33%. Toleransi DPS yang lebih tinggi dikarenakan jumlah perusahaan yang

¹⁹ HR. Bukhari, Muslim dan Sahabat Sunan

²⁰ Nathif, 2007 dalam Rushdi Siddiqui, *Islamic Indexes: the DJIM framework* dalam *Islamic Asset Management*, Sohail Jaffer (Ed.), UK: Euromoney Books (2004).

terdaftar pada bursa efek di Indonesia relatif lebih sedikit dibanding jumlah saham DJIM.

Perusahaan di Asia Tenggara dan Indonesia memiliki rata-rata tingkat utang yang tinggi²¹, sehingga operasional perusahaan didanai oleh utang. Tingkat utang yang tinggi dan merata pada perusahaan tersebut yang menjadikan toleransi tingkat utang berbasis bunga masih tinggi. Jika toleransi rasio utang diperketat sebagaimana di DJIM maka perusahaan yang dapat diklasifikasikan sebagai perusahaan syariah menjadi sangat sedikit²².

Kondisi lokal menjadi salah satu pertimbangan rasio keuangan perusahaan syariah dan nonsyariah. Sumber rujukan yang diacu dewan syariah masing-masing negara disesuaikan dengan kondisi lokalitas tersebut. Batasan toleransi antara 33% (sepertiga) dan 45% memiliki arti dan konteks tersendiri. Sepertiga merupakan batasan maksimal seseorang yang akan menghibahkan atau mewasiatkan harta dan harus melalui izin para ahli waris karena jumlah tersebut dianggap jumlah yang banyak (besar). Batasan tersebut menunjukkan bahwa kedudukan ahli waris memiliki arti yang penting sebagai penerus garis keluarga. Jumlah sepertiga dianggap menjadi angka yang banyak karena lebih mengutamakan hak para ahli waris. Batasan ini menjadi pertimbangan untuk menentukan jumlah “maksimal” tetapi dikaitkan dengan batasan penggunaan “bunga” yang dilarang oleh ekonomi Islam.

Di Indonesia, batasan bunga dalam utang adalah 45% sehingga toleransi tersebut lebih besar dibanding di DJIM. Toleransi tersebut bersandar pada pendapat ulama yang menyatakan jika mayoritas harta bersifat halal (lebih dari 50%) maka harta yang dianggap haram tidak dapat merubah hukum yang lebih banyak (mayoritas). Tingkat kebutuhan utang perusahaan di Indonesia relatif masih tinggi sehingga

²¹ Lang, Leslie dan Young, Lang and Young Leslie, *Debt and Expropriation, Working Paper*, www.yahoo.com 2000,

²² Bapepam 2003, *Sosialisasi Pasar Modal Syariah di Indonesia*, Fakultas Syariah IAIN Sunan Kalijaga Juni 2003

perusahaan mendanai operasionalisasi dengan dana pinjaman yang masih dominan dengan sistem bunga. Batasan toleransi yang tinggi di Indonesia mengindikasikan bahwa jumlah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek masih sedikit. Kelonggaran tersebut dapat memberikan peluang yang lebih besar bagi perusahaan untuk tercatat sebagai saham syariah. Pertimbangan tersebut lebih difahami sebagai bentuk “kemaslahatan” dalam berinvestasi berdasarkan syariah.

Rasio 33% pada DJIM dan 0,82% atau setara 45% pada rasio utang menunjukkan bahwa mayoritas pendanaan perusahaan bukan berasal dari utang. Di beberapa negara, penelitian tentang kebijakan utang menghasilkan kesimpulan yang beragam. Hutang perusahaan di Indonesia relatif tinggi²³ (Se-Jik Kim dan Mark R. Stone, 1999) dan kebijakan utang justru akan menimbulkan konflik baru yaitu konflik pemegang utang dengan pemegang saham²⁴. Perusahaan di Indonesia cenderung memiliki konflik keagenan yang tinggi sehingga kebijakan utang akan menambah konflik keagenan pada perusahaan²⁵.

Kebijakan utang pada perusahaan berbasis syariah (IE) dibatasi pada rasio 0,82 (total utang berbasis bunga dibanding total ekuitas atau 55:45). Batasan tersebut menunjukkan bahwa pada kondisi utang perusahaan yang sudah tinggi maka kebijakan utang pada perusahaan IE relatif tidak diperlukan. Tingkat utang yang tinggi pada perusahaan IE akan mengakibatkan perusahaan tersebut dikeluarkan dari

²³ Kim, Se-Jik and Mark R. Stone (1999), *Corporate Leverage, Bankruptcy, and Output Adjustment in Post-Crisis East Asia*, Authorized for distribution by Eduardo Borensztein and Christopher Browne, October 1999, *IMF Working Paper* © 1999 International Monetary Fund, hlm. 23

²⁴ Crutchly, C. And Hansen (1989), A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividend, *Financial Management*, hlm. 18

²⁵ Mitton, Todd, (2002), A Cross Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on The East Asian Financial Crisis, *The Journal of Financial Economics*. 1-31, Atanasov, Vladimir, (2005), How much value can blockholders tunnel? Evidence from the Bulgarian mass privatization auctions, *Journal of Financial Economics* 76 (2005) 191–234

kelompok perusahaan syariah (IE). Ketentuan yang diterapkan pada perusahaan IE tersebut menjadikan kebijakan utang direspon secara negatif oleh pasar, karena investor memiliki kekhawatiran terhadap penurunan nilai perusahaan dan risiko kebangkrutan.

Sejak tahun 1992, kalangan investor etis mengharapakan kehadiran investasi berdasarkan syariah. Saham syariah merupakan bagian dari investasi pasar modal yang mengalami perkembangan cukup baik di Indonesia. Antusias masyarakat terhadap pasar modal syariah juga diimbangi dengan kinerja saham syariah dan reksadana syariah yang lebih unggul dibanding konvensional²⁶.

2. Rasio Pendapatan Nonhalal

Batasan pendapatan nonhalal antar indeks syariah berbeda-beda, beberapa dewan syariah menetapkan 5%, di Indonesia 10%, dan di Malaysia menetapkan batasan yang beragam yaitu, 5%, 10%, 20%, dan 25% . Batasan tersebut merupakan rasio pendapatan nonhalal dibandingkan total pendapatan perusahaan. Kriteria pada DJIM bukan didasarkan pada prosentase pendapatan nonhalal melainkan pada jumlah kas dan penempatan dana perusahaan pada surat berharga dengan rasio di bawah 33%.

Secara substansi, angka toleransi 5% dan 10% menunjukkan bahwa bisnis inti (*core business*) bukanlah obyek yang dilarang oleh ajaran. Angka 5% dan 10% merupakan rasio yang kecil jika dikaitkan dengan struktur modal perusahaan sehingga tidak mempengaruhi inti bisnis perusahaan itu sendiri. Toleransi pendapatan nonhalal sebagai konsekuensi diperbolehkannya operasional perusahaan menggunakan dana utang dengan sistem bunga maupun operasional perusahaan yang lebih luas.

Di Malaysia, toleransi pendapatan nonhalal didasarkan pada obyek usaha perusahaan. Pendapatan perusahaan yang berasal dari aktivitas bisnis yang jelas dilarang oleh syariah

²⁶ Bapepam, Laporan Akhir Tahun, 2005

angka toleransinya semakin rendah yaitu 5%. Aktivitas bisnis dengan batasan 5% adalah aktivitas bisnis dengan bunga, perjudian, minuman keras dan babi. Toleransi 10% diberikan pada aktivitas bisnis yang sangat sulit menghindari aktivitas bunga, seperti penyimpanan deposito pada perbankan konvensional dan pendapatan dari tembakau yang menjadi bagian bisnis perusahaan. Batasan 20% dipergunakan pada pendapatan yang segmen bisnis merupakan campuran antara bisnis yang diperbolehkan oleh syariah dan bisnis dilarang oleh syariah, seperti minuman keras, perjudian, dan lainnya. Batasan 25% dipergunakan untuk aktivitas bisnis yang diperbolehkan syariah tetapi bercampur dengan hal-hal yang dilarang oleh syariah, seperti bisnis hotel, resort, jual beli saham, dan perantara perdagangan saham.

Kriteria kuantitatif pada indeks saham syariah Malaysia hanya menekankan pada aspek toleransi terhadap pendapatan perusahaan. Toleransi tersebut berisi ketentuan tentang batasan-batasan jumlah pendapatan perusahaan yang bercampur antara usaha yang diperbolehkan syariah dan yang tidak diperbolehkan dalam satu unit usaha pada satu perusahaan. Ketentuan tersebut merupakan ijtihad ulama Malaysia dan merupakan batasan yang paling toleran dalam indeks syariah. Kriteria tersebut menjadikan saham syariah sangat dominan pada Bursa Efek Kuala Lumpur dengan 88% dari seluruh total saham terdaftar.

Batasan terhadap usaha yang beragam tersebut menjadikan kriteria lebih fleksibel terhadap usaha emiten. Kriteria yang diterapkan oleh SAC relatif lebih “longgar” karena tidak menerapkan kriteria kuantitatif (akuntansi) lainnya. Keputusan SAC sejalan dengan obsesi Malaysia menjadi pionir dalam investasi pasar modal syariah di dunia²⁷. Perkembangan investasi pasar modal syariah di Malaysia mengalami kemajuan yang signifikan.

²⁷ Visionfocus, *ISLAMIC FINANCE Opportunity for Long-Term Growth*, Februari, 2009, hlm. 12-4

Berbeda dengan indeks Indonesia dan Malaysia, DJIM tidak menetapkan batas pendapatan nonhalal. DJIM lebih menetapkan pada sumber kas perusahaan yang dapat menghasilkan pendapatan nonhalal tersebut. DJIM menetapkan kas perusahaan dan penempatan surat berharga yang dapat menghasilkan bunga harus di bawah 33% dari total aset. Penempatan dana perusahaan pada surat berharga dianggap sebagai kegiatan yang tidak produktif (pasif). Penempatan aset yang tidak produktif (pasif) itu sendiri tidak sesuai dengan tujuan investasi syariah yang berorientasi pada produktivitas. Batasan di bawah 33% menunjukkan bahwa mayoritas aset perusahaan (67% ke atas) dipergunakan untuk kegiatan produktif. Di lain pihak, toleransi ini juga menunjukkan bahwa mayoritas perusahaan masih menempatkan dana dalam bentuk surat berharga berbasis bunga. Praktek penempatan dana pada surat berharga masih sangat sulit dihindari oleh perusahaan dan tidak terkecuali perusahaan syariah.

Toleransi pendapatan nonhalal pada perusahaan yang tergabung dalam pasar modal syariah mengacu pada pendapat ulama. Ibn Taimiyah berpendapat, jika bercampur antara harta yang halal dan haram, maka harta yang haram tersebut tidak menjadikan harta yang halal menjadi haram. Harta yang bersifat dikeluarkan sehingga sisanya menjadi halal. Dr. Husain Shihattah menyatakan, transaksi dengan perusahaan yang mayoritas hartanya dan aktifitasnya bersifat halal. Bagian yang haram harus dikeluarkan dari keuntungan untuk kepentingan umum dan tidak diniatkan sebagai sedekah²⁸.

Batasan pendapatan nonhalal tersebut menegaskan bahwa mayoritas pendapatan yang diperoleh perusahaan syariah bersifat halal. Ketentuan tersebut ditegaskan oleh pendapat Ibn Taimiyyah yang menyatakan, jika tercampur harta yang halal dan haram maka tidak menjadikan harta yang

²⁸ El-Gari, dalam Rushdi Siddiqui, *Islamic Indexes: the DJIM framework* dalam *Islamic Asset Management*, Sohail Jaffer (Ed.), UK: Euromoney Books (2004), hlm 132-135

halal menjadi haram. Harta yang haram dikeluarkan dari harta yang halal maka harta tersebut menjadi halal. Pada kaidah fikih disebutkan, sesuatu tidak dapat dilaksanakan secara keseluruhan maka jangan ditinggalkan seluruhnya.²⁹ Di lain pihak, batasan tersebut menegaskan bahwa aktivitas bisnis perusahaan syariah belum bisa lepas dari transaksi yang bersifat nonhalal.

3. Rasio Likuiditas

Batasan rasio piutang yang diterapkan oleh DJIM tidak lebih dari 33% dari total aset. Batasan tersebut merupakan toleransi terhadap kemampuan penerimaan perusahaan secara tunai yang terbatas. Penerimaan pembayaran perusahaan dari mitra dilakukan secara periodik sehingga menjadi piutang. Sebagian *fuqoha* menyatakan bahwa hutang perusahaan hanya dapat dipergunakan untuk kepentingan perusahaan itu sendiri. Hutang tidak boleh ditransaksikan dengan pihak lain (ketiga).³⁰ Piutang yang besar menunjukkan bahwa transaksi perusahaan akan dibiayai dengan bunga.

Batasan rasio piutang terdapat pada DJIM dan tidak terdapat di KLSEI dan Indonesia. Saham syariah merupakan bentuk kerja sama banyak pihak yang dilakukan secara diam-diam (*sukuti*). Seluruh pemegang saham merupakan pemilik perusahaan walaupun dimungkinkan antar pemegang (pemilik)

²⁹ Toleransi pendapatan non halal pada perusahaan yang tergabung dalam pasar modal syariah mengacu pada pendapat ulama. Ibn Taimiyah berpendapat, jika bercampur antara harta yang halal dan haram, maka harta yang haram tersebut tidak menjadikan harta yang halal menjadi haram. Harta yang bersifat dikeluarkan sehingga sisanya menjadi halal. Dr. Husain Shihattah menyatakan, transaksi dengan perusahaan yang mayoritas hartanya dan aktifitasnya bersifat halal. Bagian yang haram harus dikeluarkan dari keuntungan untuk kepentingan umum dan tidak diniatkan sebagai sedekah (dalam El-Gari, 2002). Pada kaidah fikih disebutkan, sesuatu tidak dapat dilaksanakan secara keseluruhan maka jangan ditinggalkan seluruhnya (As-Suyuthi, 1976).

³⁰ Rushdi Siddiqui, *Islamic Indexes: the DJIM framework* dalam *Islamic Asset Management*, Sohail Jaffer (Ed.), UK: Euromoiney Books (2004), hlm. 52-3

saham tidak saling mengenal. Fundamental keuangan perusahaan yang demikian dituntut kuat dan likuiditas yang baik. Piutang merupakan kebijakan perusahaan dalam menjual dan memasarkan produk dengan pembayaran tangguh. Perusahaan yang memiliki piutang juga memiliki utang kepada perusahaan lain untuk kegiatan operasionalnya. Prinsip syariah melindungi para pemilik perusahaan terhadap harta perusahaan yang nyata, sehingga piutang dibatasi harus di bawah 33%. Batasan tersebut menunjukkan bahwa mayoritas aset perusahaan berupa aset riil sehingga dapat ditransaksikan dengan pihak ketiga.

Aktivitas bisnis berskala nasional dan internasional menjadikan transaksi antar perusahaan bersifat kompleks. Transaksi perusahaan antara kegiatan menjual dan membeli tidak dapat dilakukan secara tunai. Kondisi tersebut menimbulkan hak dan kewajiban atau piutang dan hutang pada setiap perusahaan. Toleransi 33% merupakan solusi antara keniscayaan piutang perusahaan dan prinsip syariah tentang penjualan tunai.

Di lain pihak, piutang menunjukkan tagihan yang identik dengan utang sehingga diperlukan batasan. Jika perusahaan memiliki piutang lebih dari 50% dari asetnya, maka inti bisnis perusahaan identik dengan utang. Dalam syariah, bisnis yang didominasi oleh utang tidak diperbolehkan karena utang bukan sebagai obyek bisnis. Dengan demikian, batasan piutang 33% dari aset menunjukkan bahwa inti bisnis perusahaan bukan berupa "utang".

Positive screening dalam lingkungan saham syariah dapat dikembangkan sebagaimana pada *ethical investment* lainnya. Secara khusus, *positive screening* dalam lingkup saham syariah adalah mendorong investor untuk investasi pada perusahaan yang memiliki tingkat utang rendah, pendapatan nonhalal yang rendah, dan tingkat piutang yang rendah. Dan secara umum, *positive screening* juga dapat diperluas terhadap perusahaan yang memiliki reputasi baik dengan tingkat kepedulian sosial-lingkungan yang tinggi

Penutup

Pasar modal syariah merupakan bagian dari *ethical investment* yang dirujuk pada ajaran agama Islam. Saham syariah merupakan bagian dari pasar modal syariah yang tidak boleh bertentangan dengan ajaran Islam melalui fikih muamalat. Seleksi (*screening*) terhadap aktivitas perusahaan merupakan wujud implementasi prinsip fikih muamalat agar perusahaan yang dikategorikan syariah dapat diakses oleh umat Islam. Proses seleksi akan memberikan keyakinan dan kenyamanan investor muslim dan investor pada umumnya dalam berinvestasi.

Seleksi kriteria perusahaan syariah mencakup dua hal, kriteria obyek usaha dan kriteria kuantitatif (akuntansi). Kriteria yang berkaitan dengan obyek usaha oleh indek saham saat ini lebih luas dibanding obyek pelarangan dalam fikih muamalat. Produksi senjata, hotel, restoran, dan pornografi merupakan obyek usaha yang dikategorikan haram. Kriteria kualitatif bermuara pada halal-haramnya sebuah inti bisnis perusahaan.

Kriteria kuantitatif lebih didasarkan pada kinerja keuangan perusahaan yang berkaitan dengan jumlah maksimal utang perusahaan, jumlah maksimal pendapatan nonhalal, jumlah maksimal piutang dan penempatan pada surat berharga. Penetapan kriteria ini didasarkan pada pendapat ulama setempat dengan melihat kondisi perusahaan masing-masing negara. Perbedaan kriteria masing-masing indek merujuk pada pendapat *fqaha* yang beragam.[]

Daftar Pustaka

www.djindexes.com.

www.sc.com.my dan icm@bursamalaysia.com

Beal, Diana J., Michelle Goyen, and Peter Philips, (2005), Why Do We Invest Ethically? *The Journal of Investing*, Fall

- Haas, Robert, Robert Brady, Barbara Widstrand, (2003), Screening Investment of Stakeholders: SRI in USA, *Social Investment Forum*,
- Hudson, Richard , (2005). *Business Ethics Quarterly*, Volume 15, Issue 4. ISSN 1052-150X. pp. 641-657
- Jasri Jamal, Naaishah Hambali, Hasani Mohd Ali, Islamic capital market and *Shari'ah* screening in Malaysia, Conceptual paper, 24-27 August 2010 1International Research Symposium in Service Management
- Jensen, Michael, (1986), Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover, *American Economic Review*, May, Vol. 76, No. 2
- Jolly, C. (1993). 'Ethical demands and requirements in investment management'. *Business Ethics: A European Review*, 2:4, 171–177.
- Keputusan DSN-MUI No. 40/DSN-MUI/X/2003
- Keputusan Ketua Bapepam-LK Nomor: KEP.-130/BL/2006 Tentang Penerbitan Efek Syariah dengan lampiran pada Angka 2 huruf a Peraturan IX.A.13
- Kurtz, LLOYD, (2005), Answers to Four Questions, The journal of investing, fall, 2005
- Lang and Young Leslie, Debt and Expropriation, *Working Paper*, www.yahoo.com
- M.H. Khatkhata dan Shariq Nisar, Investment in Stock: A Critical Review of Dow Jones Shariah Screening Norms, 2007
- Munoz, Maria Jesus -Torres, Maria AL ngeles Fernandez-Izquierdo and Maria Rosario Balaguer-Franch, (2004), The social responsibility performance of ethical and solidarity funds: an approach to the case of Spain , *Business Ethics: A European Review Blackwell Publishing Ltd*. Volume 13 Numbers 2/3 April/July 2004
- Peraturan Nomor: KEP-314/BL/2007 Tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah dengan lampiran II.K. 1
- Rushdi Siddiqui, *Islamic Indexes: the DJIM framework* dalam Islamic Asset Management, Sohail Jaffer (Ed.), UK: Euromoiney Books (2004)

- Visionfocus, ISLAMIC FINANCE Opportunity for Long-Term Growth, Februari, 2009
- Wahbah Az-Zuhailiy, *Al-Fiqh Al-Islamiy wa Adillatuhu*, Damaskus: Dar Al-Fikr, 1989
- Khaled A. Hussein, Islamic Investment: Evidence From Dow Jones and FTSE Indices
- M.H. KHATKHATAY dan SHARIQ NISAR, INVESTMENT IN STOCKS: A CRITICAL REVIEW OF DOW JONES SHARIAH SCREENING NORMS Paper presented at the International Conference on Islamic Capital Markets held in Jakarta, Indonesia, during August 27-29, 2007 jointly organized by Islamic Research and Training Institute (IRTI) of the Islamic Development Bank (IDB), Jeddah, Saudi Arabia, and Muamalat Institute, Jakarta, Indonesia.
- Rodney Wilson, Islamic finance and ethical investment, *International Journal of Social Economics*, Vol. 24 No. 11, 1997, pp. 1325-1342. © MCB University Press, 0306-8293
- Kim, Se-Jik and Mark R. Stone (1999), Corporate Leverage, Bankruptcy, and Output Adjustment in Post-Crisis East Asia, Authorized for distribution by Eduardo Borensztein and Christopher Browne, October 1999, *IMF Working Paper* © 1999 International Monetary Fund
- Mitton, Todd, (2002), A Cross Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on The East Asian Financial Crisis, *The Journal of Financial Economics*. 1-31,
- Atanasov, Vladimir, (2005), "How much value can blockholders tunnel? Evidence from the Bulgarian mass privatization auctions", *Journal of Financial Economics* 76 (2005) 191-234