

BAB III

PENENTUAN HOLDING PERIOD PADA

PASAR MODAL SYARIAH

Bapepam LK dulunya memiliki fungsi untuk mengatur dan juga mengawasi pasar modal. Namun, terhitung sejak di penghujung tahun 2012, tugasnya dan fungsinya beralih ke lembaga baru yakni Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Sebagaimana dijelaskan dalam Pasal 6 UU No. 21/2011 mengenai Otoritas Jasa Keuangan, dalam pasal tersebut dijelaskan bahwa bahwa OJK melakukan tugas tugas terkait pengawasan dan juga pengaturan pada kegiatan pada:

- a. jasa keuangan di sektor perbankan,
- b. jasa keuangan di sektor Pasar Modal: dan
- c. Sektor jasa: asuransi, dana pensiun, dan lembaga jasa keuangan lainnya.¹

Berdasarkan perpindahan tugasnya dan juga fungsinya tersebut, OJK telah mengeluarkan berbagai peraturan terkait operasional Pasar Modal dan Pasar Modal Syariah, adapun terkait mekanisme dalam Pasar Modal Syariah sangat erat kaitannya dengan fatwa yang dikeluarkan oleh Dewan Syariah Nasional.

¹ <https://www.sahamok.com/pasar-modal/tugas-dan-fungsi-bapepam-lk-pindah-ke-ojk/>
diakses pada 17 September 2019

A. Peraturan OJK Terkait Mekanisme Perdagangan Saham Di Pasar Modal Syariah

Dalam POJK No. 15/ Pojk.04/ 2015 mengenai Penerapan Prinsip Syariah di Pasar Modal pada pasal 1 ayat (2) dinyatakan bahwa pasar modal syariah memiliki prinsip hukum islam yang dalam praktiknya didasari pada fatwa yang dikeluarkan DSN:-MUI, selama fatwa yang dikeluarkan itu tidak bertentangan dengan peraturan lain seperti peraturan OJK dan peraturan pemerintah lainnya.

Pasal 1 ayat (4). Yang dimaksud dengan kegiatan yang termasuk dalam kategori kegiatan pasar modal ialah kegiatan perdagangan saham syariah pengelolaan investasi syariah pada pasar modal, semua yang berkaitan dengan perusahaan yang go publik atau listing di lantai bursa dan semua yang berkaitan terkait saham dikeluarkan oleh perusahaan efek yang kegiatannya berdasarkan prinsip syariah baik seluruhnya ataupun juga yang sebagian, dan juga lembaga profesi terkait efek syariah.

Pasal 2 ayat (1) menyebutkan bahwasanya aktivitas yang dilarang mencakup beberapa hal berikut:

- a. perjudian dan suatu permainan yang tergolong judi. Judi merupakan perbuatan yang jelas haram dan dilarang dalam Islam, termasuk dalam seluruh aktivitas ekonomi yang menggunakan prinsip syariah.
- b. jasa keuangan ribawi. Praktik riba merupakan perbuatan yang jelas haram dan dilarang dalam Islam. Ada banyak dalil yang secara jelas

melarangnya, termasuk dalam seluruh aktivitas ekonomi yang menggunakan prinsip syariah.

- c. Aktivitas jual beli atau dengan kandungan konten yang tidak pasti (*gharar*) semisal gejala dan sebagainya dan juga judi (*maisir*). *Gharar* merupakan perbuatan yang jelas haram dan dilarang dalam Islam, termasuk dalam seluruh aktivitas ekonomi yang menggunakan prinsip syariah.
- d. Aktivitas memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, juga menyediakan berbagai barang haram ialah:
 - 1) Barang/jasa haram zatnya (*haram li-dzatihi*) artinya memang benda tersebut adalah barang haram seperti hewan babi, bangkai, narkoba dan sejenisnya.
 - 2) Barang/jasa haram bukan karena zatnya (*haram li-ghairihi*) yang ditetapkan oleh DSN MUI, dan
 - 3) Barang/jasa yang merusak moral manusia dan barang tersebut sifatnya mudharat bagi manusia.

Adapun dalam Pasal 2 ayat (2) menyatakan, bahwa aktivitas transaksi yang tidak sesuai prinsip syariah di Pasar Modal ialah:

- a. perdagangan atau transaksi dengan permintaan/peawaran palsu

Dalam penjelasannya dinyatakan berawal dari bergeraknya sebuah transaksi efek yang mengalami kecenderungan akan naik yang dilatarbelakangi oleh transaksi disengaja seorang inisiator beli agar

terbentuk harga yang naik sampai level paling tinggi, setelah harga efek sesuai yang diinginkan dilakukanlah transaksi dari pihak-pihak yang berkepentingan sebagai penginisiatior jual efek dengan volume yang signifikan ((*pump and dump*) terhadap kenaikan harga tersebut.

Permintaan dan penawaran palsu (*creating fake demand/supply*), yaitu mengelabui seolah ada penawaran dan permintaan tinggi dengan dipasangnya order jual atau beli di level harga terbaik oleh satu atau beberapa pihak yang berkepentingan kemudian order diganti atau dihilangkan daari jumlah dan harganya berulang kali.

- b. Perdagangan tanpa penyerahan barang dan jasa, hal ini juga serupa dengan penawaran palsu, tapi dengan adanya platform pada pasar saham saat ini kegiatan semacam ini tak dapat lagi dilakukan.
- c. perdagangan atau transaksi atas barang yang belum dimiliki, atau dikenal dengan short selling.
- d. Jual beli efek dengan bantuan pihak dalam pasar modal atau orang dalam, hal ini termasuk monopoli yang merugikan mekanisme pasar dan merupakan perbuatan yang terlarang.
- e. Transaksi marjin yang mengandung riba yang diharamkan.
- f. Transaksi jual beli dengan tujuan menimbun atau penimbunan (ikhtikar) yang dapat merugikan banyak orang dan perbuatan tersebut memanglah perbuatan yang dilarang dalam ekonmi Islam.

- g. Aktivitas suap-menyuap.
- h. transaksi spekulatif yakni yang semata mata mengandalkan spekulasi (*gharar*),
- i. transaksi yang mengandung penipuan, kebohongan dan menyembunyikan cacat pada barang transaksi

Dalam pasal 1 ayat 4 dinyatakan kegiatan syariah adalah mengenai kegiatan penawaran umum efek syariah, jual beli efek, reksadana atau investasi yang dikelola salah satu pihak untuk bersama sama.

Pasal 2 ayat (1) menyebutkan bahwa aktivitas atau kegiatan usaha yang dapat dikatakan terlarang pada pasar modal syariah ialah:

- e. perjudian,
- f. kegiatan riba
- g. jual beli risiko yang mengandung unsur ketidakpastian: (*gharar*).

Dalam Pasal 2 ayat (1) huruf C dijabarkan, "*gharar*" ialah ketidakjelasan yang menimbulkan perselisihan. Adapun yang dimaksud dengan "*maisir*" ialah semua aktivitas investasi dan jual beli saham yang menyangkut perjudian di mana salah satu pihak akan dirugikan.

- h. Kegiatan Produksi, distribusi dan perdagangan yang
 - 1) barang atau jasa haram zatnya (*haram li-dzatihi*), seperti kegiatan bisnis yang bergerak pada distribusi, produksi atau perdagangan minuman :keras, hewan haram menurut syariah, dan barang turunan dari berbagai kegiatan terlarang tersebut.

- 2) Zatnya tidak haram tapi diolah secara haram ini dinamakan *haram lighairihi*.
- 3) Barang yang bernilai immoral atau menyebabkan mudharat seperti contohnya pornografi dan sejenisnya.²

Dalam Pasal 2 ayat (2) huruf h disebutkan mengenai penipuan (*tadlis*) termasuk menyembunyikan kecacatan (*ghisysy*), dan kegiatan dengan unsur kebohongan (*taghrir*). Penulis tidak menemukan penjelasan mengenai tindakan spekulasi (*gharar*) seperti apa yang dimaksud, hal ini sebagaimana telah dijelaskan dalam Fatwa DSN-MUI No 40 tahun 2003 yang menekankan pentingnya tercipta harga pasar yang wajar. Perbuatan spekulasi dengan melakukan transaksi perdagangan saham dalam jangka pendek dapat mengakibatkan gejolak di bursa yaitu fluktuasi harga saham. Oleh sebab itu, sebagai lembaga yang berwenang maka Otoritas Jasa Keuangan mengatur dapat membuat regulasi bagi para pihak yang terlibat di Pasar Modal Syariah, termasuk bagi perusahaan sekuritas sebagai media perantara pembeli dan penjual suatu saham.

² Lihat Pasal 2 beserta penjelasannya dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 15/Pojk.04/ 2015 Tentang Penerapan Prinsip Syariah Di Pasar Modal

Selanjutnya, Pasal 6 menyebutkan bahwa semua pihak yang terlibat atau yang beraktivitas di pasar modal syariah wajib mentaati berbagai peraturan terkait penerapan prinsip syariah yang diatur oleh OJK ataupun aturan lain pada sektor pasar modal. Meski pada Pasal 6 disebutkan bahwa setiap pihak di pasar modal syariah wajib mematuhi prinsip syariah, dan pada pasal 2 juga dijelaskan mengenai berbagai tindakan yang dilarang, tetapi, Melihat adanya keleluasaan bagi investor untuk berspekulasi dalam transaksi jual-beli saham, seharusnya dalam Pasal 2 ini juga diberi penjelasan agar platform pelaksana mekanisme transaksi jual-beli saham di pasar modal dapat membuat sistem yang mampu mencegah atau mengurangi praktik spekulasi.

B. Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) terkait Mekanisme Transaksi di Pasar Modal Syariah

DSN-MUI memiliki peran strategis dalam perkembangan ekonomi syariah di Indonesia. DSN MUI merupakan lembaga yang berwenang mengeluarkan fatwa untuk dijadikan sebagai bahan acuan bagi regulator pasar keuangan syariah di Indonesia untuk menerbitkan regulasi-regulasi yang dibutuhkan. Berhubungan dengan pasar modal syariah, terutama pasar saham, DSN-MUI juga telah beberapa kali mengeluarkan fatwa yang akan penulis uraikan sebagai berikut.

- a. Fatwa No 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal Syariah dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Pasar Modal
- b. Fatwa No.80/DSN-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah Dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas Di Pasar Reguler Bursa Efek

Pada bagian Bab V pasal 5 Fatwa DSN MUI-No 40 tahun 2003 menerangkan mengenai transaksi saham di pasar modal syariah yang terlarang, yaitu sebagai berikut:

- 1) Kegiatan transaksi wajib dilakukan dengan menerapkan prinsip kehati-hatian serta tidak diperkenankan melakukan spekulasi, manipulasi dan perbuatan haram lainnya.
- 2) Transaksi yang mengandung unsur *dharar,gharar*, *riba*, *maisir*, *risywah*, maksiat dan kezhaliman seperti disebut pada ayat 1 itu ialah meliputi sebagai berikut:
 - a) Kegiatan penawaran palsu atau *Najsy*.
 - b) *Bai'al-ma'dum* atau *short selling*, yakni penjual melakukan transaksi atas Efek Syariah yang belum dimiliki.
 - c) *Insider trading*, menggunakan orang dalam sebagai sumber informasi. Hal ini merupakan perbuatan yang curang.
 - d) Memicu atau membuat informasi yang menyesatkan. Hal ini termasuk penyebaran informasi yang bertujuan menimbulkan gejolak di pasar saham.
 - e) *Margin trading* transaksi dengan memanfaatkan margin riba.

- f) *Ihtikar* atau penimbunan.
- g) Dan transaksi lain yang terdapat unsur-unsur haram di atas.

Selanjutnya dalam pasal 6 dijelaskan mengenai harga pasar yang wajar, yakni harga pasar pada efek syariah harus menggambarkan kondisi nilai yang sebenarnya dari aset yang menjadi landasan penerbitan efek tersebut sesuai dengan mekanisme pasar yang teratur dan tidak direayasa.

Dari Pasal 5 di atas, dapat kita ketahui bahwa praktik *gharar* dan *maisir* adalah perbuatan yang terlarang dalam transaksi saham pada pasar modal syariah. selain itu, dari pasal 6 juga terlihat jelas keterangan mengenai pentingnya tercipta harga pasar yang normal dalam pasar modal syariah. perbuatan spekulasi dengan melakukan perdagangan saham dalam kurun waktu yang pendek dapat mengakibatkan fluktuasi harga saham di bursa. Maka dari itu, OJK sebagai lembaga yang berwenang dapat membuat aturan yang pasti untuk para pihak yang berperan dalam pasar modal syariah, termasuk bagi perusahaan sekuritas sebagai media perantara pembeli dan penjual saham perlu menerbitkan regulasi yang benar-benar dapat mencegah praktik spekulasi (*gharar*) yang mengakibatkan gejolak harga. Fatwa yang dikeluarkan DSN-MUI merupakan pedoman bagi OJK untuk menerbitkan berbagai regulasi terkait pemenuhan standar syariah.

Supaya kepastian hukum dapat terlaksana diperlukan sebuah kerangka hukum agar aturan jelas. Hal tersebut karena penerapan prinsip syariah membutuhkan berbagai aspek seperti keterbukaan dan ketaatan terhadap aturan syariah. sehingga tidak terjadi asumsi yang berbeda. Hal ini agar memberikan

perlindungan dan kepastian hukum bagi seluruh pihak yang memiliki kepentingan dalam pasar modal syariah.³

Penerapan status halal pada aktivitas muamalah dalam konteks pasar modal di Indonesia yang dilakukan DSN-MUI yang mempunyai fungsi untuk menyatakan kesesuaian kinerja lembaga keuangan syariah dengan prinsip syariah. DSN-MUI adalah sebuah lembaga yang diamanati undang-undang untuk menetapkan fatwa. bahkan penerapan prinsip syariah di pasar modal dalam regulasi Bapepam LK ataupun Peraturan OJK berdasarkan fatwa DSN-MUI.⁴ Namun, fatwa yang dikeluarkan hanya berlaku sebagai batasan moril namun belum diimplementasikan menjadi sebuah mekanisme.

³ Nurul Huda dan Mustafa Edwin Nasution, *Investasi Pada Pasar Modal Syariah*, (Jakarta: Kencana Prenada Media Group, 2014) cet. Ke-4, h.59

⁴ Andri Soemitra, *Masa Depan Pasar Modal Syariah di Indonesia*, (Jakarta: Prenada Media Group, 2014), h.111

C. Mekanisme Perdagangan Efek di Pasar Sekunder

Mekanisme perdagangan efek pada pasar modal dapat dilakukan melalui bursa efek dan ada juga yang tidak. Sampai saat ini di pasar modal dunia memang pada umumnya sebagian besar perdagangan dilakukan di bursa efek. Bursa efek menjadi penyelenggara perdagangan serta menjadi pihak yang menyediakan sarana atau sistem perdagangan atau *trading system*. Pasar modal lah yang mempertemukan antara pembeli dan penjual efek. Pasar modal jugalah yang menyediakan prasarana ataupun peraturan agar perdagangan di bursa berjalan baik, efisien dan wajar.⁵

Adapun di Indonesia Bursa Efek Indonesia hanya melakukan perdagangan efek pada pasar sekunder, yakni pasar setelah pasar perdana yang merupakan tahapan penawaran umum saham *Go Public* atau *Initial Public Offering IPO*. Penjualan saham *Go Public* merupakan saham yang dijual di pasar perdana investor dapat membeli saham yang go publik melalui agen agen penjualan yakni perusahaan efek dengan masa penawaran 3 hari kerja, tetapi tidak semua penawaran dapat diterima tergantung penuh tiaknya penawar. Jika pada pasar perdana investor tidak dapat melakukan pembelian saham, maka dapat membelinya di pasar sekunder.⁶ Dari aspek demikian, penelitian yang dilakukan penulis ini fokus pada persoalan mekanisme perdagangan efek di pasar sekunder atau bursa efek.

⁵Tim Penulis TICMI, The Indonesia Capital Market Institute, *Bahan Ajar 4 Mekanisme Perdagangan Efek Dan Peraturan Perdagangan*, h. 1

⁶ *Ibid.* 1-7

Setelah saham di beli di pasar perdana, kemudian saham dapat diperjual belikan di pasar sekunder. Jika di pandang dari sisi investor, kondisi pasar sekunder, likuiditas efek harus stabil dan terjaga denan baik. Dari sisi perusahaan, pasar sekunder menjadi tempat untuk mengumpulkan para *investor* dari sebuah lembaga maupun pribadi atau perorangan. Jadi ada banyak fungsi pada tiap tiap aspek dalam pasar sekunder bagi perputaran pasar saham dalam pasar modal. Pada hakikatnya, di dalam pasar sekunder melakukan perdagangan saham yang sudah berada di publik atau masyarakat, dan telah melewati pasarxperdana. Sehingga perusahaan (emiten) tidak menerima hasil dari aktivitas jual-beli saham di pasar sekunder melainkan pemegang saham yang akan menerima. Bagi perusahaan penerbit saham awal sudah tidak ikut serta lagi dalam jual beli saham tersebut.

Pengaturan dan penyelenggaraan mekanisme pasar sekunder dilakukan oleh Perserikatan Perdagangan Uang Dan Efek-Efek. Mekanisme perdagangan di pasar sekunder dapat dilakukan di 2 jenis pasar, yaitu pasar lelang (*auction market*) dan pasar negosiasi (*negotied market*). Adapun transaksi jual belinya menggunakan perantara atau broker sebagai perwakilan pihak pembeli dan penjual. Dengan demikian, transaksi tidak dapat secara langsung dilakukan oleh *investor* tetapi perantara broker melakukan transaksi terlebih dahulu.⁷ Sebagai pasar lelang, pasar sekunder dalam kesehariannya mempertemukan investor

⁷ Ainun Mardhiah, *Holding Period Saham Syariah antara investor dan Trader*, Jurnal Perspektif Ekonomi Darussalam, Volume 1 nomor1, Maret 2015, h. 50

dengan broker, dan pada saat yang sama menjembatani aktivitas perdagangan mereka.

Dalam ekonomi konvensional bursa efek telah dikritik karena dipandang telah gagal menjalankan fungsi ekonomi yang membiarkan berbagai praktik yang tidak selaras dengan nilai sosial dan moral di dalam mekanisme perdagangan di bursa efek.

Keynes memberikan kritiknya pada praktek sehari hari yang ada dalam bursa efek konvensional. Dengan argumentasi bahwa *Pertama*, investasi pada proyek proyek tertentu dipengaruhi dan dikuasai oleh spekulasi para pialang bursa saham, justru bukan oleh para pengusaha. *Kedua*, bawa praktik spekulasi pada pasar modal akan dapat mengakibatkan alokasi sumber yang keliru. Beberapa faktor tersebut akhirnya menimbulkan masalah pada pasar modal konvensional. Ada perbedaan orientasi yang mendasar dalam prosesnya yang secara teoritis kemudian menjadi pembeda dalam tataran praktek di pasar modal syariah. Maka dari itu itu, rencana terkait bursa efek yang berbasis syariah harus memiliki prosedur untuk menghindari kemungkinan munculnya permasalahan yang dinyatakan oleh Keynes tersebut.

Adapun terkait tujuan bursa efek dalam pasar modal syariah ialah bertujuan untuk memfasilitasi kegiatan bisnis yang dijalankan menggunakan penyertaan modal dalam bentuk efek.⁸

Pasar sekunder merupakan lokasi transaksi perdagangan efek antara para investor setelah saham ditawarkan di pasar perdana dan dicatat pada bursa efek tertentu. Pada pasar inilah efek diperjual-belikan antara satu investor dengan investor lainnya. adapun pembentukan harga tergantung permintaan-penawaran antar penjual dan pembeli seperti di Bursa Efek Indonesia dan sejenisnya.⁹

Perusahaan efek sebagai platform yang mempertemukan pembeli dan penjual saham pada pasar modal dapat menjadi penentu efektif dalam mencegah praktik spekulasi di pasar modal syariah. Perusahaan efek atau perusahaan sekuritas diatur pada UU Nomor 8 tahun 1995 mengenai Pasar Modal. Pada pasal 30 menyatakan bahwa;

- 1) Perusahaan efek yang dapat melakukan aktivitas kegiatan usaha adalah yang sudah memiliki izin usaha yang diterbitkan Bapepam.
- 2) Perusahaan efek yang telah mendapatkan izin usaha dapat melakukan kegiatan sebagai penjamin emisi efek, sebagai perantara pedagang efek, dan atau manajer investasi dan juga berbagai aktivitas bisnis lain yang telah ditentukan atau telah diatur oleh Bapepam LK.

⁸ Ainun Mardhiah, *Holdng Period Saham Syariah antara investor dan Trader*, Jurnal Perspektif Ekonomi Darussalam, Volume 1 nomor1, Maret 2015, h. 51

⁹ Tim Penulis TICMI, The Indonesia Capital Market Institute, *Bahan Ajar 4 Mekanisme Perdagangan Efek Dan Peraturan Perdagangan*, h. 14

Adapun syarat syarat dan peraturan perizinan perusahaan efek diatur lebih lanjut dalam Peraturan Pemerintah

Terdapat Pedoman Perilaku bagi perusahaan efek, yakni dijelaskan dalam Pasal 35 yakni perusahaan efek atau penasihat investasi dilarang:

- a) Perusahaan efek atau penasehat investasi tidak diperbolehkan untuk menggunakan pengaruh atau tekanan yang tidak sejalan dengan kepentingan nasabah.
 - b) Perusahaan efek atau penasehat investasi tidak diperbolehkan untuk mengungkapkan nama dan juga aktivitas nasabah, kecuali nasabah telah memberi perintah secara tertulis atau diwajibkan menurut peraturan perundang-undangan yang berlaku.
 - c) Jujur dan transparan terhadap nasabah
 - d) Dilarang berpihak pada salah satu nasabah dengan memberikan informasi menguntungkan.
 - e) Perusahaan efek atau penasehat investasi dilarang membeli dan memiliki rekening efek baik untuk dirinya atau untuk pihak lain yang terafiliasi.
- Dari berbagai poin tersebut dapat kita pahami bahwa pada dasarnya Perusahaan efek atau penasehat investasi tidak diperbolehkan untuk turut campur untuk menguntungkan atau merugikan salah satu pihak dalam mekanisme perdagangan saham dan aktivitas para investor dan lainnya dapat berjalan secara natural.

Pasal 36 menyebutkan bahwa perusahaan efek atau penasihat investasi memiliki kewajiban untuk:

- a) mengetahui latar belakang, keadaan keuangan, dan tujuan investasi nasabahnya; dan hal ini diperlukan agar tindakan yang diambil dapat sesuai dengan keinginan nasabahnya.
- b) membuat catatan dan menyimpannya, catatan tersebut ialah mengenai pesanan, transaksi, dan kondisi keuangannya. Pencatatan sangat penting agar setiap aktivitas bisnis selain profitable ia juga menjadi akuntabel.

Pasal 37 menyebutkan, bahwa perusahaan efek yang menerima efek dari nasabahnya wajib:

- a) Melakukan penyimpanan secara terpisah dari rekening perusahaan.
- b) Setiap nasabah dibuatkan pembukuan yang terpisah dan disediakan tempat penyimpanan yang aman, sesuai dengan protap yang telah diatur oleh Bapepam.

Pasal 38 menyatakan, bahwa perusahaan efek yang menjadi perantara pedagang efek tidak diperbolehkan untuk melakukan transaksi atas efek yang tercatat pada bursa efek untuk pihak terafiliasi atau kepentingan sendiri apabila belum ada instruksi dari nasabah untuk membeli saham. Sehingga tidak ada kepentingan ganda dan perusahaan efek bertindak fair tanpa upaya tidak fair dengan cara menguntungkan salah satu pihak. Adapun pada Pasal 42 juga menyatakan bahwa perusahaan efek tidak diperkenankan melakukan transaksi atas pihak terafiliasi atau juga kepentingannya sendiri.¹⁰

¹⁰ Undang-undang No 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal

Adapun sistem perdagangan yang terdapat pada Bursa Efek Indonesia dinamakan dengan JATS yang merupakan singkatan dari *Jakarta Automated System* yang digunakan sejak tahun 1995 dan terus dikembangkan hingga kini. JATS berfungsi menotomasi perdagangan efek secara *realtime* berdasarkan time priority dan price priority pengembangan terus dilakukan hingga kini terdapat JATS-NextG Versi 1.11 dan menjadi JATS-NextG versi 2.0 dengan perbaikan fungsi perdagangan, *password policy*, *order management* serta informasi pasar dan spesifikasi data feed.¹¹

¹¹ Tim Penulis TICMI, The Indonesia Capital Market Institute, *Bahan Ajar 4 Mekanisme Perdagangan Efek Dan Peraturan Perdagangan*, h. 15

D. Korelasi Praktik Spekulatif Dengan Konsep *Gharar*

Dari berbagai instrumen regulasi atau persyaratan baik dari POJK maupun Fatwa DSN mengenai objek dalam jual beli efek, maka persoalan perjudian atau efek yang tidak sesuai syariah sudah beres. Meskipun begitu persoalan mendasar mengenai kehalalan atau haramnya investasi saham yang ditransaksikan dalam indeks saham atau pasar sekunder masih terjadi perselisihan. Seif el-Din L Taj salah satunya yang menyatakan bahwa dalam transaksi pasar modal masih didapati unsur *gharar* maupun *jahalah*. Meskipun sudah terlihat embel embel syariah dari mekanisme produknya. Masih ada pertaruhan dan ketidak pastian yang dapat diartikan *gharar* dan *jahalah*. Pendapat sebaliknya seperti dari Zamir Iqbal yang memandang bahwa persoalan *gharar* dan *jahalah* itu dapat diterima pada transaksi saham di pasar modal syariah. hal ini dikarenakan terdapat proses analisis fundamental sehingga tidak dapat sepenuhnya dikatakan spekulasi murni atau spekulasi buta.¹²

Pasar modal merupakan bagian dari banyak institusi keuangan, sama halnya dengan yang lain pasar modal juga memiliki beberapa kekurangan salah satunya ialah maraknya praktik spekulasi. Para investor memang melihat perkembangan pasar dan membuat berbagai perhitungan, serta berspekulasi terhadapnya. Aktivitas ini membuat pasar aktif. Tetapi aktivitas semacam ini dalam skala besar dapat menyebabkan depresi bursa saham. Karena itu, dalam penelitian ini perlu di perjelas prihal investasi dan spekulasi, investor dan

¹² Mang Amsi, *Berkah dengan Investasi Syariah: Saham Syariah Kelas Pemula*, (Jakarta: Elex Media Komputindo, 2020), h.95

spekulan. Ada beberapa perbedaan termasuk terkait derajat ketidakpastian yang melekat padanya.

Pertama, investor merupakan pengguna modal untuk berinvestasi dengan didasari informasi yang terpercaya, sedangkan spekulasi hanya tertuju pada selisih harga yang biasanya dari proses goreng menggoreng di lantai bursa. Jadi bedanya pada orientasi yang mendasarinya, di mana investor bertujuan berpartisipasi langsung dalam bisnis perusahaan sedangkan spekulasi hanya mengambil keuntungan dari menjual kembali. Jadi spekulasi memang dapat meningkatkan income tetapi tanpa memberi kontribusi apapun pada bisnis yang berjalan.

Kedua, bisnis dianggap sebagai *game of skill* sedangkan spekulasi diartikan sebagai kegiatan *game of chance*. Spekulasi menjadi sumber krisis keuangan seperti tragedi *Wall Street* dan devaluasi poundsterling. Para ahli pun selalu disibukkan dengan persoalan antisipasi terhadap perilaku spekulasi.

Ketiga, dengan mental ingin mendapat kekayaan yang cepat dengan cara paling instan, mental semacam ini cenderung akan menghalalkan berbagai cara meskipun menabrak nilai-nilai etika bisnis dan sebagainya.¹³

Berdasarkan gambaran di atas, kita dapat mengetahui bahwa sebenarnya investasi itu memiliki sisi yang membuatnya berbeda dan tidak dapat dipersamakan sepenuhnya dengan spekulasi. Perdagangan sama apalagi yang menggunakan semata mata spekulasi sesungguhnya tidak memiliki andil dalam pengembangan ekonomi atau dapat disebut tidak berkontribusi pada sektor

¹³ Akhmad Faozan, Konsep Pasar Modal Syariah, (Purwokertop: STAIN Purwokerto), h.17

produktif, bahkan, tindakan spekulasi justru dapat mengancam stabilitas pasar saham dan berimbas buruk pada perekonomian.¹⁴

Adapun perihal *trading* saham, menurut Setiawan Budi Utomo beranggapan bahwa trading sebenarnya substansinya adalah aktivitas jual beli (*bai'*). Berkenaan dengan hal tersebut maka perlu dipastikan prinsip umum mengenai jual beli dari perspektif syariah yang antara lain yakni barang yang diperjual belikan itu halal, ada nilai guna bagi konsumen, dapat diserahkan, kerelaan kedua pihak serta tidak adanya suatu tindakan merugikan seperti penipuan, monopoli tidak fair dan sejenisnya.¹⁵

Jual beli efek syariah secara cepat untuk menyebabkan perubahan harga atau fluktuasi harga dengan cepat dengan barang harus jelas jumlah, kualitas dan keadaannya, adanya transaksi ijab dan kabul serta tujuan mempengaruhi pihak lain dan investasi dengan cara berspekulasi yang dilandasi sikap untung-untungan atau motif judi dengan keuntungan banyak dan dapat merugikan investor lain akibat gejolak harga saham.¹⁶

Para regulator di pasar modal syariah memiliki kewajiban untuk memastikan bahwa pelaku pasar modal syariah dapat melakukan identifikasi produk dan mekanisme transaksi yang sesuai dengan prinsip syariah.

¹⁴ Sholahuddin. *Lembaga Ekonomi dan Keuangan Islam*, (Surakarta: Muhammadiyah University Press 2006). 165

¹⁵ Mang Amsi, *Berkah dengan Investasi Syariah: Saham Syariah Kelas Pemula*, (Jakarta: Elex Media Komputindo, 2020), h.96

¹⁶ Mang Amsi, *Berkah dengan Investasi Syariah: Saham Syariah Kelas Pemula*, (Jakarta: Elex Media Komputindo, 2020), h. 98

E. Penentuan Holding Period

Sebagaimana penulis uraikan di atas terkait perusahaan efek, diketahui bahwa perusahaan efek memegang kendali atas mekanisme transaksi jual beli saham antara pembeli dan penjual saham. Hal tersebut menunjukkan bahwa aktivitas spekulasi dalam pasar modal syariah semestinya memiliki celah untuk dapat dicegah melalui mekanisme yang diterapkan oleh perusahaan efek pada pasar modal syariah. Untuk mewujudkan hal tersebut dibutuhkan sebuah konsep mekanisme transaksi yang dapat diatur lembaga- lembaga yang terkait dalam pasar modal syariah. Kita ketahui bahwa praktik spekulasi merupakan praktik yang dinyatakan terlarang pada transaksi saham di pasar modal syariah baik oleh Fatwa DSN-MUI ataupun Peraturan OJK. Namun, larangan tersebut belum dibarengi dengan rekomendasi mekanisme seperti apa yang harus diterapkan agar praktik spekulasi bisa dicegah.

Salah satu konsep yang dapat diterapkan untuk dapat menyelesaikan atau meredam tindakan spekulatif terutama spekulasi buta ialah dengan menerapkan konsep *holding period* atau jangka waktu seseorang untuk menahan saham. Melalui konsep *holding period* yang diterapkan, saham atau suatu efek menjadi tidak bisa ditransaksikan setiap saat, sehingga dengan hal tersebut dapat mengurangi praktik *short selling* dan tindakan jual beli saham tanpa menahannya hanya untuk mencari untung dari pergerakan saham.

Dari uraian tersebut kita diberi gambaran bahwa jika batas waktu memegang saham minimum yang selama ini dalam berbagai penelitian terbukti

dapat menaikkan return dan menurunkan resiko ini diterapkan pada skala regulasi dan mekanisme, maka pertanyaannya kemudian adalah berapakah lama jangka waktu batas *holding period* yang relevan. Jika kebijakan pembatasan jangka memegang saham diberlakukan memang mengurangi spekulasi akan tetapi hal tersebut juga bisa membuat tidak likuidnya investasi di pasar modal. Padahal, dalam perputaran bisnis terutama dalam pasar modal bisa saja seorang investor memerlukan likuiditas mendadak sehingga harus menjual saham yang dimilikinya, sedangkan terhambat oleh *holding period*. Metwally, seorang pakar ekonomi islam dan *modeling economics* memberikan usulan waktu *holding period* setidaknya adalah tujuh hari atau satu pekan. Selain itu, ia juga menyatakan diperlukan adanya *ceiling price* berdasarkan nilai perusahaan.¹⁷

Beberapa pakar menilai bahwa solusi untuk meredam aktivitas spekulasi di pasar modal adalah dengan menerapkan kebijakan *holding period* yakni kebijakan jangka waktu menahan untuk menjual saham. Dengan pembatasan waktu minimal dalam melakukan jual beli saham para spekulasi tidak dapat leluasa berspekulasi dengan hanya mengandalkan fluktuasi harga, dan pengaplikasian wacana tersebut tidak bermasalah selama hal tersebut dapat mencegah terjadinya praktik yang terlarang dalam pasar modal syariah. Ainun Mardhiyah memandang jika perbedaan yang paling mencolok antara seorang *trader* dan seorang *investor* terletak pada *holding period* atau periode menahan suatu sekuritas untuk dijual kembali. Seorang *trader* cenderung memperdagangkan saham secara singkat.

¹⁷ Nurul Huda dan Mustafa Edwin Nasution, *Investasi Pada Pasar Modal Syariah*, (Jakarta: Kencana Prenada Media Group, 2014) h.80

sedangkan *investor* akan memilih menahan sekuritas yang dimilikinya dalam waktu yang lebih lama, baik untuk kestabilan harga atau untuk mengharap deviden. Para ulama menganggap jika aktivitas yang dilakukan *trader* tersebut termasuk *maisyir* dan *gharar*. Hal ini dikarenakan salah satu motif dari *trader* adalah menggunakan pergerakan harga saham yang tidak pasti untuk memperoleh keuntungan dalam waktusingkat. Selain itu aktivitas *trader* semacam itu akan membuat suatu indeks sangat tidak stabil atau fluktuatif sehingga mengakibatkan bursa yang tidak stabil.¹⁸ Dari sinilah tampak perbedaan yang semestinya tidak berlaku sama karena investasi berbeda dengan spekulasi maka investor juga berbeda dengan trader yang cenderung spekulatif karena trader bukan berinvestasi tetapi mengincar fluktuasi atau ketidakpastian naik turunnya harga suatu saham semata. Karenanya, pasar modal syariah perlu di desain sedemikian rupa agar menjadi platform bagi para investor untuk menanamkan investasinya pada perusahaan tertentu dan bukan mengharapkan selisih harga dari fluktuasi harga yang ditimbulkan atau yang terjadi.

Holding period memiliki rumus sebagai berikut.¹⁹

$$\text{Holding Period} = \frac{\text{Jumlah saham yang beredar}}{\text{Volume Perdagangan di bulan}}$$

¹⁸ Ainun Mardhiah, *Holding Period Saham Syariah antara investor dan Trader*, Jurnal Perspektif Ekonomi Darussalam, Volume 1 nomor1, Maret 2015, h. 44

¹⁹ Ainun Mardhiah, *Holding Period Saham Syariah antara investor dan Trader*, Jurnal Perspektif Ekonomi Darussalam, Volume 1 nomor1, Maret 2015, h. 46

Dari gambaran rumus di atas, menurut Ainun Mardhiah dengan memperhitungkan volume perdagangan dengan saham yang beredar maka saham saham yang memiliki resiko dengan ditahan beberapa waktu resiko tersebut dapat tereliminasi dengan sendirinya dengan menahan beberapa waktu portofolio yang ada padanya. Justru dengan melakukan minimum holding period pada sekuritas, seorang investor lebih dapat melebarkan potensi mendapatkan return yang diinginkannya. Hasil dari penelitian Doyle yang dikutip Ainun Mardhiah menyimpulkan bahwa saham yang di *hold* atau ditahan lebih lama memiliki *return* atau pengembalian yang lebih baik dan juga risiko yang lebih kecil.²⁰ Hal ini juga senada dengan pandangan Metwally dan Abdullah bahwa sangat penting menerapkan *holding period*. Adapun periode minimum *holding period* menurutnya adalah tujuh hari atau satu pekan. Konsep ini bertujuan untuk mencegah praktik spekulasi

Aturan *minimum holding period* dapat membuat investasi saham di pasar modal menjadi likuid, hal ini bisa terjadi ketika seorang investor memerlukan likuiditas mendadak sehingga harus menjual saham yang dimilikinya, sedangkan terhambat oleh *holding period*. Maka untuk permasalahan tersebut, perlu kajian lanjutan di berbagai aspek baik aspek ekonomi, dan aspek syariah dari segi akad, dan lain sebagainya.

Sistem keuangan syariah termasuk pasar modal syariah harus menempatkan keseimbangan aspek dimensi moral, etika, sosial, ekonomi dan ideologi agama demi keadilan seluruh masyarakat sesuai yang diamanahkan

²⁰ *Ibid.*

Tuhan. Pada titik inilah nilai etika dan moral turut berperan agar aktivitas ekonomi dan keuangan menjadi sarana untuk mewujudkan tujuan syariah (maqashid al-syariah)²¹. Tujuan syariah (maqashid al-syariah) secara mendasar adalah demi tercapainya kemaslahatan manusia, baik di dunia maupun akhirat. Penetapan kemaslahatan diambil dengan mempertimbangkan manfaat yang dapat diperoleh, serta mempertimbangkan bahaya dapat ditolak atau dihindari, yakni setiap hal yang dapat mengancam agama, jiwa, akal, keturunan dan harta.²²

Upaya mewujudkan masalah yang menjadi inti dari maqashid al-syariah di lembaga pasar modal syariah dapat ditempuh lewat pendekatan adaptif yang akan mampu membuka potensi Islam dan teori ekonomi secara penuh. Pendekatan semacam ini dimungkinkan karena untuk mengadaptasi teori ekonomi sebagai argumen berdasar al-Qur'an dan Sunnah dan mengintegrasikannya menjadi ide yang lengkap dan menjadi rancangan bagi tatanan ekonomi syariah.²³

Dalam penelitian ini beberapa kebijakan yang mengatur mekanisme transaksi pada pasar modal syariah ditelaah dan dilihat celah perbuatan terlarang didalamnya. Setelah itu, dalam penelitian ini dikaji mengenai berbagai teori terkait kebijakan *holding period* dan teori masalah terkait penerapannya.

²¹ Andri Soemitra, *Masa Depan Pasar Modal Syariah di Indonesia*, (Jakarta: Prenada Media Group, 2014), h.168

²² *Ibid.*, h.169

²³ Andri Soemitra, *Masa Depan Pasar Modal Syariah di Indonesia*, (Jakarta: Prenada Media Group, 2014), h.75