

## EVALUASI SATU SEMESTER PENERBITAN DAFTAR EFEK SYARIAH DEMI PENGEMBANGAN INDUSTRI PASAR MODAL SYARIAH DI INDONESIA

---

Ahmad Azhar Syarief \*)

Industri investasi dan keuangan dunia saat ini mulai tersadarkan dengan hadirnya sebuah sistem baru yang dapat menjadi alternatif bagi pencapaian keinginan pelaku pasar yang bukan sekedar ingin mendapatkan *return* terbaik terhadap instrumen investasi, tetapi juga dapat memberikan ketenangan dari aktifitas investasinya. Dimulai dari kegelisahan akan semakin lebarnya jurang antara sektor moneter dengan sektor riil. Para pelaku pasar, ulama, akademisi, dan pihak lain berupaya memberikan sebuah pandangan akan sebuah sistem yang pernah ada yang terbukti cukup konsisten selama lebih dari 700 tahun penggunaannya dalam menjembatani sektor riil dan sektor moneter.

Sebuah rekonstruksi dan pengembalian kejayaan yang sempat hilang pun dimulai. Akhirnya negara-negara Timur Tengah, Afrika Utara, dan sebagian Asia Tenggara, dan Asia Barat berhasil membuktikan revitalisasi itu menjadi kenyataan. Hal ini membuat sistem syariah yang baru tumbuh pun berkembang cukup pesat hingga mendekati puncaknya dengan tertularnya negara - negara lain yang sebelumnya cukup kuat basis kapitalismenya "terpaksa" untuk menerima sistem ini sebagai sistem alternatif bagi mereka. Sebuah fenomena kebangkitan Islam di bidang ekonomi ini diharapkan dapat menjadi pioneer kebangkitan Islam di bidang lain.

Pasar modal sebagai salah satu bagian dari industri keuangan merupakan bidang yang juga terjamah dan tidak terlepas dalam sistem ekonomi Islam. Pasar modal itu sendiri secara definitif adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, Perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Sedangkan efek sendiri adalah surat berharga, yaitu surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek, dan setiap derivatif dari efek (UU RI Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal).

BAPEPAM - LK telah melakukan terobosan baru dalam rangka pengembangan pasar modal syariah di Indonesia. Dimulai dari permintaan pasar yang cukup banyak, baik di dalam maupun di luar negeri, Indonesia sebagai negara yang memiliki potensi yang cukup bagus dalam hal ini berupaya untuk turut berpartisipasi mengambil kue dari *booming*-nya ekonomi syariah di berbagai belahan dunia.

---

\*) Business Development Division, KARIM Business Consulting

Oleh karena itu, pihak regulator berupaya melakukan inisiasi dengan membuat sebuah unit khusus di lingkungan BAPEPAM (Badan Pengawas Pasar Modal) untuk mengkaji pengembangan dan kebijakan yang akan dibuat untuk pasar modal syariah Indonesia ke depan. Dan guliran bola itupun memuncak ketika pasar modal syariah Indonesia secara resmi diluncurkan pada tanggal 14 Maret 2003 bersamaan dengan penandatanganan MoU antara BAPEPAM-LK dengan Dewan Syariah Nasional - Majelis Ulama Indonesia (DSN - MUI).

Walaupun secara resmi diluncurkan pada tahun 2003, namun instrumen pasar modal syariah telah hadir di Indonesia pada tahun 1997. Hal ini ditandai dengan peluncuran Danareksa Syariah pada 3 Juli 1997 oleh PT. Danareksa *Investment Management*. Selanjutnya Bursa Efek Indonesia berkerjasama dengan PT. Danareksa *Investment Management* meluncurkan *Jakarta Islamic Index* pada tanggal 3 Juli 2000 yang bertujuan untuk memandu investor yang ingin menanamkan dananya secara syariah. Dengan hadirnya indeks tersebut, maka para pemodal telah disediakan saham-saham yang dapat dijadikan sarana berinvestasi dengan penerapan prinsip syariah. Hal ini menjadikan industri pasar modal di dalam negeri lebih atraktif dan menarik bagi investor.

Seiring dengan perkembangannya, pada tanggal 12 September 2007 dan 30 November 2007 BAPEPAM telah merilis Daftar Efek Syariah (DES), Daftar tersebut akan menjadi panduan investasi bagi investor yang ingin menanamkan modalnya di portofolio syariah.

**PROSES SCREENING (PENYARINGAN) DALAM PENENTUAN DAFTAR EFEK SYARIAH - BAPEPAM LK**

SCREENING PERTAMA (CORE BUSINESS)	SCREENING KEDUA (RASIO KEUANGAN)
Kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan prinsip - prinsip syariah seperti : <ol style="list-style-type: none"> <li>1. perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang;</li> <li>2. menyelenggarakan jasa keuangan yang menerapkan konsep ribawi, jual beli risiko yang mengandung <i>gharar</i> dan atau <i>maisir</i>;</li> <li>3. memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, atau menyediakan :                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• barang dan atau jasa yang haram karena zatnya (<i>haram li-dzatih</i>);</li> <li>• barang atau jasa yang haram bukan karena zatnya (<i>haram li-ghairih</i>);</li> <li>• barang atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudharat.</li> </ul> </li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82%;</li> <li>2. Utang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 45% : 55%;</li> <li>3. Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan tidak lebih dari 10%.</li> </ol>

**DAFTAR EFEK SYARIAH YANG TELAH DIRILIS OLEH BAPEPAM - LK**

DAFTAR EFEK SYARIAH		PER 30 NOVEMBER 2007	PER 12 SEPTEMBER 2007
Jumlah Efek syariah (saham dan obligasi)		169 efek	174 efek
>	Obligasi / Sukuk Korporasi	20 obligasi	21 obligasi
>	Saham Listing	164 saham	169 saham
>	Saham Perusahaan Publik	5 saham	5 saham
>	Saham Delisting	3 saham	--
SAHAM SYARIAH YANG KELUAR DES PER 30 NOV		17 efek (saham)	
SAHAM SYARIAH YANG MASUK DES PER 30 NOV		24 efek (saham)	

Sumber : Bapepam, diolah : KBC

Penentuan efek syariah tersebut didasarkan atas data-data laporan keuangan dan data tertulis lainnya. Bapepam dan LK akan melakukan *review* atas Daftar Efek Syariah berdasarkan laporan keuangan tengah tahunan dan laporan keuangan tahunan dari emiten atau perusahaan publik. Dengan terbitnya daftar ini, maka seluruh *provider* indeks syariah di Indonesia (JII, KII, dan portfolio syariah *fund manager*) harus merujuk pada DES yang telah ditetapkan. Jika ada efek yang terdaftar di *provider* indeks syariah tersebut, namun tidak terdaftar di DES maka *provider* indeks syariah tersebut harus menghilangkan / menyesuaikan efek-efeknya jika efek tersebut tidak tercantum dalam DES.

**Evaluasi Umum Atas Saham Yang Terdaftar di DES**

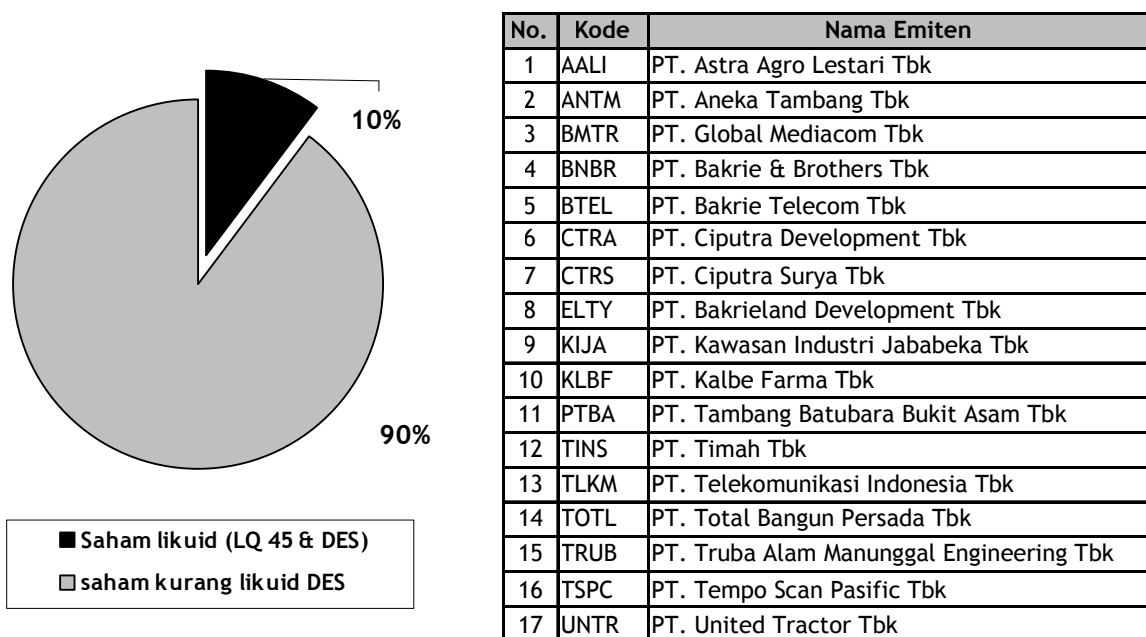
Terbitnya DES ini cukup memberi arti bagi para investor dalam memberikan panduan dalam menanamkan modalnya. Namun, kita harus menyadari kenyataan bahwa beberapa fund manager, investor, dan analis menyayangkan sebagian besar saham - saham yang terdaftar dalam DES, bagi investor saham - saham tersebut kurang likuid (saham tidur), sehingga kurang menarik dan sulit untuk memberikan performa *return* yang maksimal bagi investor.

Dari seluruh saham-saham yang diperdagangkan di Bursa, memang kenyataannya sebagian besar juga merupakan saham-saham yang kurang begitu likuid. Dari 388 saham *listed*, yang bergerak diperdagangkan sekitar 150 - 200 saham dalam perdagangan harian. Namun, hanya sekitar 20 - 30 saham yang aktif setiap hari dan menguasai volume perdagangan. Fakta ini menggambarkan memang pasar modal kita belum efisien dan masih tertuju hanya pada saham - saham tertentu saja, khususnya saham - saham yang berkapitalisasi besar (*big cap*). Penyebab hal ini bisa disebabkan oleh berbagai hal, seperti faktor emiten yang mungkin kurang begitu bergairah memoles kinerja perusahaannya agar investor tertarik, prospek perekonomian yang kurang cerah di mata investor, atau mungkin sebagian besar investor yang belum teredukasi dengan baik tentang pasar modal kita dan dinamikanya.

Selain faktor di atas, ada pula hal - hal lain yang juga mempengaruhi aktifitas perdagangan di bursa, terutama yang berkaitan dengan psikologi pasar. Investor kita rentan terhadap isu - isu yang melanda di bursa, sedikit saja ada isu yang kadangkala tidak berkaitan langsung dengan sisi fundamental keuangan emiten, investor sudah panik. Apalagi isu tersebut mengglobal, maka investor sudah bersiap di posisi menjual/membeli. Selain itu pula, investor kita cenderung mengekor investor asing yang memiliki modal besar, meski harus mengabaikan faktor fundamental keuangan emiten. Hal ini membuat pasar modal kita belum bisa berjalan secara wajar dan efisien.

Belum wajar dan efisiennya pasar saham kita secara keseluruhan, pastinya berimbas ke dalam komposisi DES itu sendiri. Dalam rilis Daftar Efek Syariah di tanggal 30 November 2007, kita akan melihat di mana dari 164 saham *listed*, hanya 17 saham yang masuk dalam indeks LQ 45. Artinya, hanya 10.36% saham yang terdaftar di DES yang masuk kategori likuid versi LQ 45.

SAHAM - SAHAM LIKUID YANG TERDAFTAR DI DES (30 NOV 2007)



Sumber : Bapepam - LK & BEJ, Diolah : KBC

**Evaluasi Umum Atas Obligasi Yang Terdaftar di DES**

Di instrumen obligasi syariah / sukuk korporasi, meski sudah hampir satu semester pemerintah merilis DES namun hingga saat ini belum ada emiten yang mencoba berniat menerbitkan sukuk korporasi kembali. Idealnya dengan dirilisnya DES ke pasar, seharusnya emiten terpacu berlomba - lomba agar instrumen keuangannya dapat masuk dalam DES sehingga selain ikut

memperbanyak pemain di instrumen sukuk korporasi juga dapat membantu emiten sebagai perusahaan yang dipandang baik karena instrumen keuangannya memenuhi prinsip - prinsip syariah.

Permasalahan utama bagi *fund manager*, investor, maupun analis tentang obligasi syariah saat ini yakni belum adanya valuasi yang standar dan umum untuk menghitung dan memprediksi sukuk korporasi, sehingga sulit bagi investor dalam menganalisis obligasi syariah di pasar sekunder, terutama yang ada saat ini adalah obligasi dengan skim Mudharabah. Hal ini berbeda dengan obligasi konvensional yang amat berkaitan erat penghitungan dan prediksinya dengan volatilitas suku bunga. Di konvensional dalam teori sederhana, kenaikan suku bunga berakibat penurunan harga obligasi di pasaran, begitupun sebaliknya. Sedangkan di syariah, belum ada *benchmarking* (patokan) yang baku dalam penentuan harga di pasar sekunder.

Sehingga yang diperlukan saat ini adalah bagaimana pemerintah, akademisi, dan praktisi, ataupun pihak pihak lain mau mencurahkan pemikirannya dalam merumuskan model valuasi obligasi syariah yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Salah satu poin penting dalam proses valuasi obligasi syariah adalah perlu adanya pemisahan antara harga wajar (*fair value*) dengan distorsi harga yang terjadi di pasar sekunder. Hal ini penting agar jangan sampai terjadi *ba'i najasy* (rekayasa pasar dalam *supply*) dan *ikhtikar* (rekayasa pasar dalam *demand*) dalam pembentukan harga obligasi di pasar sekunder. Dengan adanya valuasi yang standar ini diharapkan akan membantu memudahkan investor dalam memilih obligasi syariah yang layak untuk dimasukkan dalam portofolio investasinya.

Pada intinya, pengembangan pasar modal syariah di Indonesia memang perlu proses. Ketergesaan dalam pencapaiannya justru bisa berakibat fatal jika tidak ditunjang dengan infrastruktur yang mapan. Hal ini menjadikan proses pengembangan pasar modal syariah perlu kecermatan, kesabaran, dan strategi pengembangan yang jitu. Agar nantinya ia tidak menjadi bumerang sehingga dapat mencederai keluhuran sistem syariah itu sendiri.