



## PRAKTEK *SHORT SELLING*, *MARGIN TRADING*, DAN *INSIDER TRADING* DI PASAR SAHAM DALAM PERSPEKTIF ISLAM

Muhammad Muhajir Aminy  
Alumni Pascasarjana UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta  
[azeer\\_elkhawarizm@yahoo.co.id](mailto:azeer_elkhawarizm@yahoo.co.id)

### Abstrak

Stock trading has been allowed in Islam because it does not conflict with Islamic principles. It is similar to other common commodity trading, because in this stock market we can find stock's seller and buyer, object to be traded, and its market.

Not all activities are allowed in stock market according to Islamic law or doesn't fulfill sharia compliance. Short selling practice in stock market is prohibited because it allows investors to sell stock which they do not have. Margin trading can't be implemented as an activity in Islamic stock market because it relates to interest (usury) which is not allowed in Islam. Meanwhile, insider trading is prohibited in Islam because it indicates fraudulence activity (tadlis) inside the market.

**JEL classification:** G10, G11, G14

**Keywords:** short selling, margin trading, insider trading, stock

### A. Pendahuluan

Manusia adalah makhluk sosial yang memiliki ketergantungan antara satu dengan yang lainnya. Tidak ada satupun makhluk hidup yang ada di dunia, termasuk manusia, yang tidak membutuhkan bantuan dari pihak lain. Hal ini berlaku di seluruh aktivitas yang akan dan sedang dilakukan oleh manusia itu sendiri, termasuk didalamnya adalah melakukan aktivitas perekonomian seperti berbisnis dan berdagang.

Pembagian jenis manusia dalam kaitannya dengan aktivitas perekonomian dibagi ke dalam dua kategori, yaitu orang-orang yang

memiliki sumber daya ekonomi yang berlebih (*surplus*) dan orang-orang yang kekurangan sumber daya ekonomi tersebut (*defisit*). Ada kemungkinan orang-orang yang memiliki sumber daya ekonomi yang berlebih tersebut akan menjadikan yang ia miliki sebagai salah satu cara untuk berinvestasi. Sejak dahulu manusia telah menyadari bahwa pemindahan sumber daya ekonomi dari mereka yang berlebih kepada yang kekurangan adalah salah satu cara untuk meningkatkan tingkat kesejahteraan bagi semua pihak. Penemuan mata uang telah menyebabkan peningkatan efisiensi kegiatan ekonomi, sehingga salah satu dampaknya adalah terciptanya



konsep intermediasi keuangan.

Konsep intermediasi keuangan ini dapat ditelusuri ke aktivitas ekonomi yang dilakukan di masyarakat zaman dahulu. Sejak zaman dahulu, manusia telah merancang metode untuk mentransfer *surplus* keuangan secara terorganisir dari pihak yang memiliki *surplus* ke pihak yang *defisit* sehingga masyarakat dapat mencapai optimalisasi manfaat dari sumber daya yang tersedia.<sup>1</sup>

Lembaga intermediasi keuangan menjadi sangat penting, baik di zaman dahulu maupun zaman sekarang sebagai media penyaluran *surplus* dana dari pihak yang berlebihan dalam bentuk uang kepada pihak yang membutuhkan dana tersebut. Sebagai pihak yang memiliki kelebihan dana, ia memperlakukan apa yang ia berikan sebagai investasi yang darinya diharapkan memperoleh imbal hasil yang menjanjikan. Sementara bagi pihak yang kekurangan dana, uang yang ia terima akan diperlakukan sebagai pinjaman atau pembiayaan yang dengan uang tersebut akan ia jadikan sebagai tambahan modal dalam melakukan aktivitas usahanya, sehingga mampu memberikan imbal hasil yang menjanjikan kepada pihak yang kelebihan dana selaku *investor* pada aktivitas usahanya.

Di Indonesia dan di seluruh negara di dunia telah berkembang pesat bank dengan prinsip syariah. Bank syariah merupakan lembaga intermediasi keuangan yang cukup populer,

terutama di negara-negara dengan mayoritas muslim. Bank syariah menjadi sangat penting dalam mendukung perekonomian suatu negara karena sistemnya yang sangat minim berkaitan dengan aktivitas *ribawi* sebagaimana bank konvensional. Sebagai lembaga intermediasi keuangan, bank syariah seharusnya menjadi penghubung antara orang-orang yang ingin menabung dan berinvestasi pada suatu aktivitas usaha dengan orang-orang yang membutuhkan modal untuk kelancaran bisnis mereka. Sayangnya tidak banyak bank syariah saat ini yang menggunakan akad kerjasama bisnis (*syirkah*) dikarenakan risiko yang terkandung di dalam sebuah bisnis.

Pemikiran bankir syariah saat ini hampir sama dengan bankir konvensional, yaitu yang terpenting adalah meraup laba yang telah pasti daripada berkecimpung di dalam sebuah bisnis yang belum tentu akan menghasilkan keuntungan, bahkan berpotensi mengalami kerugian. Hal ini juga yang menyebabkan bankir syariah sangat hati-hati dalam memberikan pembiayaan dengan prinsip *syirkah* kepada para pelaku usaha yang mengharapkan modal dari dana nasabah yang terkumpul di dalam bank syariah tersebut. Sehingga tidak heran apabila saat ini bank syariah lebih banyak menerapkan sistem *murabahah* yang pada prakteknya hampir sama dengan praktek kredit di bank konvensional. Kepastian keuntungan menjadi salah satu alasan utama kebanyakan bank syariah lebih memilih akad tersebut dibanding akad kerjasama bisnis yang keuntungan dan kerugiannya tidak pasti.

---

<sup>1</sup>M.A. Elgari, "Towards An Islamic Stock Market", dalam *Islamic Economic Studies*, Vol. 1, No. 1, 1993, h. 1.



Dengan pemikiran seperti itu, maka dapat dipastikan bahwa banyak pelaku usaha pun akan merasa sangat kesulitan untuk memperoleh modal dari bank, baik dari bank syariah maupun dari bank konvensional. Sementara modal untuk meneruskan aktivitas usaha dan melakukan ekspansi bisnis adalah kebutuhan yang mendesak, terlebih apabila pelaku usaha tersebut berbentuk perusahaan. Meminjam uang di bank konvensional atau mengajukan pembiayaan *syirkah* di bank syariah akan menjadi alternatif untuk menambah modal tersebut. Namun ada alternatif lain yang juga mampu meningkatkan modal usaha perusahaan, yaitu dengan menawarkan instrumen investasi kepada masyarakat luas dalam bentuk obligasi atau saham.

Perusahaan yang meluncurkan produk investasi kepada masyarakat luas di pasar modal akan menjadi perusahaan yang dimiliki oleh banyak orang. Perusahaan tersebut selain mendapatkan keuntungan berupa penambahan modal, juga akan mendapatkan kepercayaan dari masyarakat sehingga nilai perusahaan akan naik. Secara tidak langsung dengan meluncurkan produk instrumen investasi pada pasar modal, perusahaan juga telah melakukan promosi kepada masyarakat luas dan *image* perusahaan akan semakin baik. Ide perusahaan *go public* akan menjadi pertimbangan yang perlu diperhitungkan oleh pihak manajemen perusahaan dalam memperoleh modal usaha disamping meminjam dari bank, baik dalam bentuk pinjaman kredit di

bank konvensional maupun pembiayaan *syirkah* di bank syariah.

Transaksi yang dilakukan oleh para investor atau pihak yang berkepentingan lainnya di pasar modal harus diregulasi demi tercapainya keadilan antarinvestor yang aktif berinvestasi di pasar modal tersebut. Tujuan dari peraturan yang ada di pasar modal, khususnya pasar saham adalah untuk meningkatkan efisiensi dan etika yang ada di dalamnya. Dalam banyak kasus, terdapat konflik yang berkaitan dengan dua hal tersebut. Dalam pasar saham syariah, masalah etika adalah hal yang paling diperhatikan. Namun mungkin tidak ada permasalahan yang benar-benar serius di pasar saham syariah, karena norma Islami telah tertanam di dalam etika keuangan Islam.<sup>2</sup>

Aktivitas *short selling*, *margin trading*, dan *insider trading* menjadi bahasan pokok dalam penelitian ini. Hal ini dikarenakan tiga jenis aktivitas tersebut memberikan kemudahan dan keuntungan bagi para investor dalam berinvestasi di pasar saham, namun menjadi permasalahan ketika dibicarakan pada ranah keuangan Islam.

## B. Pembahasan

### 1. Pasar Saham

Konsep pasar saham pertama kali diperkenalkan di Perancis pada abad 13. Sebuah perusahaan yang bernama The Dutch East India Company adalah perusahaan pertama yang menerbitkan

---

<sup>2</sup>M. Obaidullah, "Ethics and Efficiency In Islamic Stock Markets", dalam International Journal of Islamic Financial Services, Vol. 3, No. 2, 2001, h. 1.



saham di bursa saham Amsterdam pada tahun 1602. Perusahaan tersebut mengklaim bahwa mereka menggunakan konsep *mudharabah* yang telah dikenal di bursa saham modern dan ditemukan pada masa Rasulullah SAW. Namun, ada beberapa negara yang bahkan hingga saat ini tidak memiliki pasar saham mereka sendiri. Pasar saham dapat diukur sebagai salah satu acuan dalam melihat perkembangan suatu negara.<sup>3</sup>

Istilah “pasar saham” atau dalam istilah Amerikanya adalah “pasar sekuritas” memberikan gambaran kepada para investor tentang sebuah pergerakan yang cepat, sebuah gaya hidup yang mewah, menjanjikan kekayaan finansial yang mudah dan cepat, dan serangan jantung dadakan. Gambaran ini, bagaimanapun tidak mengungkap fungsi penting dari pasar saham atau pasar sekuritas itu sendiri sebagai lembaga intermediasi keuangan selain lembaga keuangan lainnya. Seperti pasar lainnya, pasar saham memiliki barang yang diperjualbelikan (komoditasnya), mekanisme pembentukan harga, dan bursa atau tempat perdagangan saham. Komoditas atau barang yang diperjualbelikan adalah saham, potongan kertas berharga yang merepresentasikan hak yang dimiliki oleh investor terhadap suatu perusahaan. Selain itu, di pasar saham juga melibatkan pembeli saham (*investor*), kewajiban yang harus dilakukan oleh perusahaan penerbit

saham (diantaranya pembagian *dividen* sebagai keuntungan yang diberikan kepada para investor perusahaan), dan perusahaan penjual saham itu sendiri. Saham menggambarkan jumlah aset perusahaan dan pendapatan kotornya. Tingkat resiko yang terkandung di dalam saham tersebut dan jumlah kewajiban yang harus dibayarkan oleh perusahaan kepada *investor* tidak sama. Saham lebih berisiko, namun diharapkan lebih bermanfaat. Penerbit sekuritas atau saham meliputi pemerintah, otoritas publik, atau perusahaan. Saham dibagi menjadi dua jenis, yaitu saham preferensi dan saham yang dapat ditukar.<sup>4</sup>

Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 mendefinisikan pasar saham atau pasar modal sebagai 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. Berdasarkan definisi tersebut, terminologi pasar saham atau pasar modal syariah dapat diartikan sebagai kegiatan dalam pasar modal sebagaimana yang diatur dalam Undang-undang Pasar Modal (UUPM) yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Oleh karena itu, pasar modal syariah bukanlah suatu sistem yang terpisah dari sistem pasar modal secara keseluruhan. Secara umum, kegiatan pasar modal syariah tidak memiliki perbedaan dengan pasar modal konvensional, namun terdapat beberapa karakteristik

---

<sup>3</sup>N.M. Osmani & M.F. Abdullah, “Towards An Islamic Stock Market: A Review of Classical and Modern Literatures”, dalam *International Review of Business Research Papers*, Vol. 5, No. 5, September 2009, h. 121.

---

<sup>4</sup>A. A. F. El-Ashkar, “Towards An Islamic Stock Exchange In A Transitional Stage”, dalam *Islamic Economic Studies*, Vol. 3, No. 1, 1995, h. 79.



khusus pasar modal syariah yaitu bahwa produk dan mekanisme transaksi tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah. Penerapan prinsip syariah di pasar modal tentunya bersumberkan pada Al Quran sebagai hukum tertinggi dan Hadits Nabi Muhammad SAW. Selanjutnya, dari kedua sumber hukum tersebut para ulama melakukan penafsiran yang kemudian disebut ilmu *fiqh*. Salah satu pembahasan dalam ilmu *fiqh* adalah pembahasan tentang *muamalah*, yaitu hubungan diantara sesama manusia terkait perniagaan. Berdasarkan itulah kegiatan pasar modal syariah dikembangkan dengan basis *fiqhmuamalah*. Terdapat kaidah *fiqh muamalah* yang menyatakan bahwa pada dasarnya, semua bentuk *muamalah* boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkannya. Konsep inilah yang menjadi prinsip pasar modal syariah di Indonesia.

Pasar modal, yang salah satu instrumennya adalah saham, memiliki peran penting bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi, yaitu pertama sebagai sarana bagi pendanaan usaha atau sebagai sarana bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari masyarakat pemodal (*investor*). Dana yang diperoleh dari pasar modal dapat digunakan untuk pengembangan usaha, ekspansi, penambahan modal kerja dan lain-lain.<sup>5</sup>

Ada beberapa fungsi dari hadirnya pasar saham ini. Diantaranya adalah

---

<sup>5</sup>F. S. Mar'ati, "Mengenal Pasar Modal (Instrumen Pokok dan Go Public)", dalam *Among Makarti*, Vol. 3, No. 5, Juli 2010, h. 79.

pasar saham menyediakan sebuah tempat untuk *investor* untuk membeli dan menjual hak kepemilikan mereka atas saham suatu perusahaan atau lembaga. Pasar saham ini menyatukan sumber daya perusahaan dan memfasilitasi mereka dengan dana yang sudah siap dari para calon *investor*. Pasar atau bursa saham menyediakan ragam informasi yang bermanfaat untuk para calon pembeli saham dan penjualnya. Namun bursa saham juga bisa menjadi tempat yang rawan aksi spekulator yang memanfaatkannya sebagai ajang berspekulasi atas suatu saham. Para spekulator tersebut bukanlah *investor* murni. Mereka sangat memperhatikan *trend* pergerakan pasar. Mereka melihat prospek bisnis dari berbagai perusahaan dan melakukan aksi spekulasi terhadap kenaikan atau penurunan harga saham perusahaan. Mereka membeli saham berdasarkan hitung-hitungan mereka, dan suatu saat akan menjualnya apabila *trend* pasar sedang turun. Dalam konteks ini, mereka mendapatkan keuntungan dari perbedaan harga saat menjual dan membeli saham.<sup>6</sup>

Ragam informasi mengenai perusahaan penerbit tersedia di pasar saham.<sup>7</sup> Dalam pasar yang lebih besar dan likuid akan lebih mudah bagi *investor* yang mendapatkan informasi tersebut untuk membeli pada suatu harga. *Investor*

---

<sup>6</sup>M. A. Khan, "Commodity Exchange and Stock Exchange In Islamic Economy", dalam *American Journal of Islamic Social Sciences*, Vol. 5, No. 1, 1988, h. 91.

<sup>7</sup>Bength Holstorm & Jean Tirole, "Market Liquidity and Performance Monitoring", dalam *Journal of Political Economy*, Vol. 101, No. 4, 1993, h. 678.





kemudian akan memperoleh keuntungan sebelum informasi menyebar luas dan harga berubah. Kemampuan untuk menghasilkan keuntungan dari informasi yang tersedia akan memotivasi *investor* untuk melakukan riset dan memonitor perusahaan sebelum melakukan perdagangan saham perusahaan tersebut. Informasi yang positif atas suatu perusahaan akan meningkatkan alokasi modal dan mendukung pertumbuhan perekonomian.

Informasi yang tersedia di pasar saham sangat menentukan keputusan investasi seorang *investor*, menjual atau membeli saham suatu perusahaan. De Bondt & Thaler (1987) mengatakan bahwa pergerakan saham memiliki kaitan erat dengan informasi yang tersedia di pasar. *Investor* melakukan aksi jual dan beli secara berlebihan berdasarkan informasi tersebut, sehingga terdapat tingkat *abnormal return* pada saham yang diperdagangkan. Namun interpretasi hasil dua orang akademisi ini masih menjadi perdebatan. Beberapa akademisi lainnya mengatakan bahwa hasil dari penelitian mereka berdua dikarenakan adanya risiko sistemik dari portofolio dan efek ukuran.<sup>8</sup>

Pasar saham memiliki pengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi suatu negara melalui tingkat likuiditasnya. Banyak usaha atau proyek yang memberikan *return* yang tinggi membutuhkan komitmen

dengan jangka waktu panjang dalam menyediakan modal. *Investor* pada umumnya enggan untuk memberikan dananya untuk investasi dengan periode yang lama. Terlebih ketika investasi tidak menjanjikan tingkat likuiditas yang tinggi, maka dana yang terkumpul di pasar saham untuk membiayai proyek atau usaha yang menghasilkan tingkat *return* yang tinggi akan semakin sedikit.<sup>9</sup>

Perkembangan pasar saham juga mungkin berpengaruh terhadap kontrol perusahaan. Pasar saham yang efisien dapat membantu untuk memitigasi masalah prinsip keagenan. Pasar saham yang efisien juga membantu menghubungkan antara penghargaan terhadap manajer dengan kinerja saham.<sup>10</sup>

## 2. Harga Saham

Harga saham yang terbentuk di pasar sangat dipengaruhi oleh informasi yang ada pada perusahaan penerbit saham. Harga saham yang ada membentuk tingkat *return* yang dihasilkan oleh saham itu sendiri pada suatu periode tertentu. Banyak sumber informasi yang dapat membentuk opini dan mempengaruhi keputusan *investor* untuk berinvestasi sehingga berdampak pada volatilitas harga saham, salah satunya adalah laporan keuangan yang memuat laporan laba rugi perusahaan.

---

<sup>9</sup>R. Levine & S. Zervos, "Stock Market Development and Long-Run Growth", dalam *The World Bank Economic Review*, Vol. 10, No. 2, 1996, h. 323.

<sup>10</sup>Michael C. Jensen & Kevin J. Murphy, "Performance Pay and Top-Management Incentives", dalam *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 4, 1990, h. 225.

---

<sup>8</sup>Ray Ball & S. P. Kothari, "Nonstationary Expected Returns: Implications For Tests of Market Efficiency and Serial Correlation In Returns", dalam *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, No. 1, 1989, h. 51.



Laporan laba rugi perusahaan adalah salah satu alternatif sumber informasi yang mampu mempengaruhi keputusan berinvestasi. Laporan laba rugi memberikan ukuran untuk melihat kinerja dari manajemen perusahaan. Sebagai contoh, ketika omset yang diperoleh perusahaan tidak sebanding dengan tingkat *return* saham pada saat itu, maka kinerja manajemen perusahaan akan dianggap buruk oleh *investor* dan dapat mempengaruhi harga saham yang ada di pasar.<sup>11</sup>

Memprediksi harga saham di masa yang akan datang sangat penting dilakukan oleh para *investor* karena berpengaruh pada tingkat *return* yang akan dihasilkan oleh saham tersebut. Salah satu cara memprediksi harga saham tersebut adalah dengan menggunakan analisa grafik yang terbentuk di pasar saham. Asumsi mendasar para *investor* adalah meyakini bahwa pergerakan harga saham yang terjadi di masa lalu berisi informasi penting yang menentukan harga saham di masa yang akan datang. Sejarah akan berulang kembali, termasuk dalam pergerakan saham itu sendiri. Pola harga saham di masa lalu akan terjadi kembali di masa yang akan datang. Namun perlu diperhatikan bahwa analisis dengan menggunakan grafik ini harus dilakukan dengan hati-hati sehingga *return* yang dihasilkan sesuai dengan harapan investor.<sup>12</sup>

---

<sup>11</sup>Warner *et al*, “Stock Prices and Top Management Changes”, dalam *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988, h. 461.

<sup>12</sup>E. F. Fama, “The Behavior of Stock-Market Prices”, dalam *The Journal of Business*, Vol. 38, No. 1, 1965, h. 34.

### 3. Analisis Teknikal dan Fundamental Saham

Analisis dengan menggunakan grafik untuk memprediksi harga saham disebut dengan analisis teknikal. Istilah “analisis teknikal” mengacu pada cara umum yang digunakan dalam teknik perdagangan. Analisis teknikal mencoba untuk memprediksi harga saham dengan cara mempelajari harganya di masa lalu dan dikaitkan dengan ringkasan statistika dalam jual beli sekuritas. Mereka percaya bahwa pergerakan permintaan dan penawaran harga dapat dideteksi dengan menggunakan grafik-grafik yang terbentuk akibat aksi jual beli di pasar. Analisis teknikal dipercaya oleh banyak orang sebagai analisis investasi yang sebenarnya pada tahun 1800an. Analisis teknikal ini banyak digunakan sebelum adanya pengungkapan informasi keuangan yang pada akhirnya akan menambahkan teknik analisis fundamental sebagai salah satu alternatif analisis investasi selain analisis teknikal. Di Amerika Serikat, penggunaan teknik untuk memprediksi harga saham berdasarkan pola yang terbentuk ini mungkin sama tuanya dengan pasar saham itu sendiri. Teknik tertua dalam analisis investasi telah digunakan oleh Charles Dow pada akhir tahun 1800an. Banyak teknik yang digunakan saat ini telah dipakai selama 60 tahun lebih. Teknik untuk menemukan hubungan tersembunyi antara *return* saham ini mulai dari yang termudah hingga yang cukup rumit dipahami.<sup>13</sup>

---

<sup>13</sup>Brock *et al*, “Simple Technical Trading Rules and The Stochastic Properties of Stock Returns”,



Analisis teknikal percaya bahwa harga dan volume perdagangan saham dapat menjadi indikator dari pergerakan harga saham, dan dengan menganalisa data-data tersebut, informasi dapat diperoleh sehingga dapat diperoleh tingkat *return* yang diharapkan dari suatu saham. Jika pasar dalam keadaan efisien dan harga saham telah mengcover seluruh informasi perusahaan, maka analisis teknikal akan sia-sia. Tetapi jika proses untuk memperoleh harga dari sebuah informasi tidak tersedia, maka statistika pasar dapat memperoleh informasi yang belum dipublikasikan ke pasar saat itu. Secara ringkas, volume perdagangan bisa jadi informatif mengenai proses penentuan tingkat *return* suatu sekuritas seperti saham.<sup>14</sup>

Selain analisis teknikal dalam memprediksi harga saham, juga ada analisis fundamental yang berkaitan dengan informasi yang ada pada perusahaan penerbit saham itu sendiri. Analisis fundamental bertujuan untuk menentukan nilai sekuritas perusahaan dengan perhitungan yang hati-hati dan melibatkan beberapa variabel penting, seperti total pendapatan perusahaan, resiko, tingkat pertumbuhan, dan posisi perusahaan yang kompetitif. Dalam konteks analisis, kita dapat mengidentifikasi berdasarkan seperangkat variabel keuangan yang merupakan fundamental perusahaan yang diklaim oleh para analis dapat

---

dalam *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 5, 1992, h. 1731.

<sup>14</sup>Blume *et al*, "Market Statistics and Technical Analysis: The Role of Volume", dalam *The Journal of Finance*, Vol. 49, No. 1, 1994, h. 153

digunakan untuk menghitung nilai sekuritas dan mengestimasi nilai dari variabel-variabel tersebut dibandingkan total pendapatan perusahaan.<sup>15</sup>

Analisis fundamental amat erat kaitannya dengan laporan keuangan perusahaan dan berita yang ada pada perusahaan tersebut. Laporan keuangan dan berita yang positif suatu perusahaan akan memicu terjadinya aksi beli saham perusahaan tersebut yang pada akhirnya akan menaikkan harga dan tingkat *return* dari saham itu sendiri. Begitu pula sebaliknya, posisi laporan keuangan perusahaan dan berita atau informasi yang negatif akan menguatkan terjadinya aksi jual saham yang pada gilirannya akan menurunkan harga dan tingkat *return*nya.

Analisis fundamental melibatkan kesimpulan atas nilai dari modal suatu perusahaan bisnis dan tidak berhubungan dengan harga dimana instrumen sekuritas perusahaan diperjualbelikan di pasar modal. Analisis fundamental ini melibatkan suatu proses penilaian dari aktivitas yang dilakukan oleh perusahaan dan prospek bisnisnya ke depan melalui laporan keuangan yang dipublikasikan ke masyarakat juga sumber informasi lainnya yang berkaitan dengan perusahaan, produk yang dihasilkan dimana perusahaan tersebut akan bersaing dengan perusahaan lainnya, dan kondisi perekonomian secara keseluruhan. Satu kelebihan dari analisis fundamental adalah menghindarkan

---

<sup>15</sup>Lev *et al*, "Fundamental Information Analysis", dalam *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, No. 2, 1993, h. 190.





banyak perangkat yang melekat pada metode valuasi arus kas diskonto.<sup>16</sup>

#### 4. *Short Selling*

Definisi *short selling* berdasarkan Bursa Efek Malaysia adalah penjualan saham atau surat berharga yang disetujui, dimana pada saat pelaksanaan penjualan, penjual tidak memiliki hak untuk mengeksekusi atau menjual saham tersebut kepada pembeli, namun sebelum pelaksanaan penjualan, melaksanakan kesepakatan untuk meminjam efek yang telah disetujui untuk diberikan kepada pembeli berdasarkan kesepakatan penjualan, dengan mengikuti ketentuan dan aturan yang berlaku dalam proses pemberian efek tersebut termasuk dalam hal penyelesaian transaksinya.<sup>17</sup>

Secara umum, praktek *short selling* adalah transaksi penjualan suatu sekuritas yang pada saat transaksi tidak dimiliki oleh *investor* penjual. Konsep dari *short selling* ini melibatkan peminjaman saham yang *investor* penjual tidak miliki, menjual saham yang telah dipinjam tersebut, dan kemudian membeli dan mengembalikan saham ketika harganya turun. Pada prakteknya di pasar saham, *investor* dapat meminta perusahaan *broker* untuk meminjam saham yang tidak dimiliki perusahaan tersebut dari orang lain, dan kemudian saham yang dipinjam tersebut ditawarkan di pasar untuk dijual. Investor harus membeli kembali saham

tersebut dan mengembalikannya kepada pihak yang meminjamkan saham.<sup>18</sup>

Ada dua alasan mengapa *investor* memilih untuk melakukan *short selling* di pasarsaham, yaitu dengan tujuan spekulasi dan lindung nilai. Dengan berspekulasi, *investor* normalnya akan berasumsi bahwa mereka akan mendapatkan *profit* dengan aksi spekulasinya pada saat harga saham terlalu tinggi di pasar. Orang yang melakukan *short selling* mengantisipasi dengan cara mereka akan membeli saham pada harga yang lebih rendah daripada harga dimana mereka menjualnya. Kemudian, mereka akan memperoleh uang atau *profit* apabila harga saham turun mendekati harga yang mereka pasang untuk membeli saham tersebut. Contoh paling populer adalah ketika George Soros mengakibatkan kerugian besar kepada Bank Inggris pada tahun 1992, dimana ia menjual poundsterling senilai 10 trilyun dollar dan meraup keuntungan hingga 1 trilyun dollar dalam satu hari.<sup>19</sup>

Sementara para *investor* yang melakukan *short selling* dengan tujuan lindung nilai, mereka pada dasarnya ingin melindungi posisi beli mereka dengan mengimbangnya dengan posisi jual. Ini berarti *investor* menggunakan instrumen *short selling* sebagai salah satu strategi untuk mengurangi resiko investasi dari pergerakan harga sebuah aset. Dengan kata lain, *investor* melindungi satu investasi dengan membuat satu keputusan investasi lainnya. Hal ini dapat

---

<sup>16</sup>M. P. Bauman, "A Review of Fundamental Analysis Research In Accounting", dalam *Journal of Accounting Literature*, Vol. 15, 1996, h. 1.

<sup>17</sup>A. W. Dusuki & A. Abozaid, "Fiqh Issues In Short Selling as Implemented In The Islamic Capital Market In Malaysia", dalam *Islamic Economics*, Vol. 21, No. 2, 2008, h. 65.

---

<sup>18</sup>*Ibid.*

<sup>19</sup>*Ibid.*



mengurangi resiko harga di pasar ketika dua buah sekuritas yang diinvestasikan berkorelasi negatif.<sup>20</sup>

Dampak yang diciptakan oleh praktek *short selling* ini ternyata cukup merusak di pasar modal. Praktek *short selling* ini, terlebih dalam jumlah besar, dapat mengurangi harga saham di pasar. Dijelaskan pula dalam penelitian mereka bahwa *short selling* dapat mempengaruhi jumlah permintaan dan penawaran terhadap saham yang seharusnya lebih dipengaruhi oleh nilai-nilai fundamental dari saham perusahaan itu sendiri.<sup>21</sup>

Penelitian perdagangan saham di New York Stock Exchange (NYSE) menemukan bahwa praktek *short selling* lebih banyak dilakukan pada hari senin, yaitu hari pembukaan pasar saham, sehingga akan mengakibatkan tingkat return negatif di akhir pekannya.<sup>22</sup>

Namun begitu, praktek *short selling* ternyata tidak selamanya berdampak buruk, terlebih pada periode krisis keuangan seperti tahun 2007 hingga 2009 yang lalu. Dilarangnya praktek *short selling* di berbagai negara di dunia pada periode krisis tersebut justru memberikan efek negatif di pasar. Diantara efek negatif tersebut adalah berkurangnya kemampuan likuiditas pasar terutama saham dengan nilai kapitalisasi kecil, turunnya volatilitas

harga saham, pemulihan harga saham melambat terutama pada fase *bearish* (trend pasar menurun), dan kegagalan dalam upaya menyokong harga saham di beberapa negara yang dijadikan sampel penelitian selain Amerika Serikat.<sup>23</sup>

Berkaitan dengan praktek *short selling* ini, Rasulullah SAW pernah bersabda dalam salah satu haditsnya yang artinya sebagai berikut,

*Dari Hakim bin Hizam, "Beliau berkata kepada Rasulullah, 'Wahai Rasulullah, ada orang yang mendatangkiku. Orang tersebut ingin mengadakan transaksi jual beli, denganku, barang yang belum aku miliki. Bolehkah aku membelikan barang tertentu yang dia inginkan di pasar setelah bertransaksi dengan orang tersebut?' Kemudian, Nabi bersabda, 'Janganlah kau menjual barang yang belum kau miliki.'" (HR. Abu Daud, no. 3505; dinilai sahih oleh Al-Albani)*

Hadits tersebut telah mengisyaratkan kepada umat Islam untuk tidak menjual barang yang tidak ia miliki, termasuk di dalamnya adalah saham yang merupakan salah satu komoditas yang paling banyak diperjualbelikan di pasar modal. Praktek *short selling* adalah praktek menjual saham yang tidak dimiliki secara penuh, karena orang yang melakukan *short selling* hanya meminjam saham dari pihak lain untuk kemudian dijual kepada *investor* yang ingin membeli saham. Terlepas dari tujuannya untuk melakukan aksi spekulasi maupun lindung nilai, praktek

<sup>20</sup>*Ibid.*

<sup>21</sup>E. Haruvy & C. N. Noussair, "The Effect of Short Selling On Bubbles and Crashes In Experimental Spot Asset Markets", dalam *The Journal of Finance*, Vol. 61, No. 3, 2006, h. 1119.

<sup>22</sup>B. M. Blau *et al*, "Short Selling and The Weekend Effect For NYSE Securities", dalam *Financial Management*, Vol. 38, No. 3, 2009, h. 603.

<sup>23</sup>A. Beber & M. Pagano, "Short-Selling Bans Around The World: Evidence From The 2007-09 Crisis", dalam *The Journal of Finance*, Vol. 68, No. 1, 2013, h. 343.



ini telah dilarang oleh Rasulullah SAW sebagaimana sabda beliau.

Beberapa konsep syariah sebagai alternatif dari praktek *short selling* ini telah disusun oleh pakar syariah, diantaranya adalah<sup>24</sup> :

a) *Khiyar syarat* atau pemberian pilihan opsi

Pemberian opsi ini diperbolehkan dalam beberapa hadits dan melibatkan hak tak terbatas untuk membatalkan kontrak perdagangan dengan waktu yang telah ditetapkan.

b) *Bai' Al Arbun* atau penggunaan *down payment*

Dalam hal ini pembeli melakukan pembelian dan memberikan uang muka dari jumlah pembayaran harga belinya. Jika ia memutuskan untuk tidak mengambil barang yang ingin ia beli, maka penjual memperoleh uang muka tersebut. Kontrak ini hampir sama dengan kontrak opsi.

c) *Bai' Al Salam* atau pembayaran penuh untuk penundaan pengiriman barang

Ini adalah kontrak penjualan barang dimana barang diterima di masa yang akan datang namun pembayaran penuh telah dilakukan diawal kontrak. Barang yang menjadi objek kontrak ini biasanya adalah barang-barang pertanian, namun

dapat juga digunakan pada barang atau aset lainnya.

## 5. *Margin Trading*

*Margin trading* adalah aktivitas investor dalam membeli saham suatu perusahaan dengan menggunakan pinjaman dari perusahaan sekuritas untuk meningkatkan daya ungkit (*leverage*) sehingga mampu membeli saham berkali-kali lipat daripada yang seharusnya bisa dibeli oleh investor.<sup>25</sup> *Margin trading* biasanya dijadikan sebagai salah satu daya tarik oleh perusahaan sekuritas (*broker*) guna meningkatkan jumlah investor yang membeli saham melalui jasa yang mereka berikan. Dengan fasilitas *margin trading*, seorang investor dapat membeli saham melebihi modal yang ia miliki karena ia meminjam modal dari perusahaan sekuritas.

Sementara menurut Keputusan Ketua Bapepam dan LK No. Kep-258/BL/2008, *margin trading* diartikan sebagai berikut :

a) Transaksi pembelian efek untuk kepentingan nasabah yang dibiayai oleh perusahaan. Transaksi marjin (*margin trading*) merupakan fasilitas yang diberikan perusahaan efek kepada investor dengan memberikan pinjaman berupa uang. Namun, pinjaman uang ini tidak harus dikembalikan secara terjadwal, sebagaimana pinjaman dari bank.

---

<sup>24</sup>Saadiah Mohamad & Ali Tabatabaei, "Islamic Hedging: Gambling or Risk Management?", paper disampaikan pada the 21<sup>st</sup> Australian Finance and Banking Conference di University of New South Wales, Australia pada tanggal 16-18 Desember 2008, h. 15.

---

<sup>25</sup>E. C. Chang *et al*, "Short-Selling, Margin Trading, and Price Efficiency: Evidence From The Chinese Market", dalam Journal of Banking & Finance, Vol. 48, 2014, h. 420.



- b) Investor baru mengembalikan bila berhasil menjual saham yang dibelinya dengan harga yang lebih tinggi dari harga beli sehingga investor memperoleh keuntungan dari selisih jual beli tersebut.
- c) Sebagai imbalan fasilitas yang disediakan perusahaan efek, investor harus membayar bunga pinjaman dan *fee*. Bunga pinjaman dan *fee* tersebut telah disepakati oleh investor dan sekuritas melalui perjanjian pembiayaan dan penyelesaian transaksi efek.

Praktek *margin trading* ini masih dibolehkan di Indonesia. Sementara di beberapa negara, salah satunya adalah China, praktek *margin trading* telah dilarang sejak tahun 2010 yang lalu. Tingkat *return* yang dihasilkan oleh mayoritas saham di negara tersebut bernilai negatif pada saat *margin trading* masih diperbolehkan, yaitu sebelum tahun 2010. Sementara setelah *margin trading* dilarang, tingkat efisiensi harga saham semakin membaik dan volatilitas harga sahamnya semakin menurun.<sup>26</sup> Hal ini membuktikan bahwa praktek *margin trading* memiliki peran dalam membentuk tingkat *return* saham, efisiensi harga, dan volatilitas di pasar modal, khususnya pasar saham.

Di Jepang, investor yang melakukan praktek *margin trading* umumnya membeli saham dengan melihat ukuran dari perusahaan penerbit saham tersebut. Mereka akan mengikuti *feedback* positif dari saham perusahaan kecil, sebaliknya

*feedback* negatif akan dijadikan patokan dalam praktek *margin trading* untuk saham perusahaan dengan skala besar.<sup>27</sup> Investor yang melakukan *margin trading* akan menambah posisi beli saham suatu perusahaan ketika performa pasar sedang bagus, namun performa dari saham perusahaan tersebut buruk. Performa pasar diharapkan dapat mendukung kenaikan harga saham perusahaan tersebut, sehingga investor akan membeli saham dengan harapan mendapat keuntungan apabila harga saham mengikuti performa dari pasar.

Praktek *margin trading* memperbolehkan investor untuk meminjam dana dari perusahaan sekuritas dengan tujuan membeli saham suatu perusahaan. Di pasar yang efisien, tanpa penggelembungan saham, praktek *margin trading* dapat membuat investor tergiur untuk membeli saham yang memiliki tingkat volatilitas tinggi sebagai portofolio investasinya.<sup>28</sup> Oleh karenanya praktek ini seharusnya memiliki efek pada saham dengan volatilitas tinggi seperti saham-saham yang diperjualbelikan di NASDAQ, dan memberikan efek yang lebih kecil kepada pasar yang lebih luas seperti direpresentasikan oleh the Standard & Poor's 500 index.

*Margin trading* adalah aktivitas yang melibatkan unsur riba, yaitu bunga pinjaman yang harus dibayarkan oleh karena telah meminjam sejumlah

<sup>26</sup>*Ibid.*

<sup>27</sup>T. Hirose *et al*, "Can Margin Traders Predict Future Stock Returns In Japan?", dalam *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 17, No. 1, 2009, h. 41.

<sup>28</sup>P. Fortune, "Margin Lending and Stock Market Volatility", dalam *New England Economic Review*, Vol. 4, 2001, h. 3.





dana untuk membeli suatu saham dari perusahaan sekuritas. Sementara bunga atau tambahan atas suatu pinjaman uang tidak diperbolehkan dalam Islam. Allah SWT telah berfirman dalam KitabNya yang artinya sebagai berikut,

*“Orang-orang yang makan (mengambil) riba tidak dapat berdiri melainkan seperti berdirinya orang yang kemasukan syetan lantaran (tekanan) penyakit gila. keadaan mereka yang demikian itu adalah disebabkan mereka berkata (berpendapat) sesungguhnya jual beli itu sama dengan riba. padahal Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. Orang-orang yang telah sampai kepadanya larangan dari Rabbnya lalu terus berhenti (dari mengambil riba) maka baginya apa yang telah diambilnya dahulu (sebelum datang larangan) dan urusannya (terserah) kepada Allah. orang yang kembali (mengambil riba), maka orang itu adalah penghuni-penghuni neraka. mereka kekal didalamnya. Allah memusnakan riba dan menyuburkan orang yang tetap dalam kekafiran dan selalu berbuat dosa.” (Q. S. Al Baqarah: 275-276)*

Praktek *margin trading* merupakan *trading* yang memiliki risiko yang cukup besar, terutama bagi perusahaan sekuritas yang memberikan fasilitas pinjaman kepada investornya. Investor pada praktek *margin trading* telah membeli sesuatu yang tidak pasti (keuntungan yang dihasilkan oleh saham suatu perusahaan) dengan suatu kepastian (pembayaran bunga ditambah *fee* atas pinjaman dana yang diberikan perusahaan sekuritas). Dalam

hal ini, perusahaan sekuritas ibarat bank konvensional yang memberikan pinjaman kredit kepada nasabah dengan risiko besar, yaitu gagal bayar.

Bagi seorang investor muslim di pasar saham sudah seharusnya menghindari transaksi keuangan yang dilarang oleh Islam, salah satunya adalah transaksi yang berkorelasi dengan unsur ribawi seperti bunga pinjaman pada *margin trading* tersebut.

## 6. *Insider Trading*

*Insider trading* dinilai sebagai salah satu kejahatan di dalam pasar modal. *Insider trading* adalah perdagangan yang dilakukan oleh orang dalam. Yang dimaksud dengan orang dalam menurut Pasal 96 Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal adalah :

- a. Orang yang mempengaruhi pihak lain untuk melakukan pembelian atau menjelang efek yang dimaksud, atau
- b. Orang yang memberi informasi kepada pihak manapun yang patut diduga dapat menggunakan informasi yang dimaksud untuk melakukan pembelian atau penjualan efek

*Insider trading* sangat merugikan di pasar modal karena adanya informasi yang hanya diketahui oleh sebagian investor saja. *Insider trading* dapat menimbulkan kecurangan dalam transaksi perdagangan saham perusahaan antar investor di pasar sekunder. Pihak yang memiliki informasi akan mendapatkan keuntungan karena dapat melakukan transaksi jual atau beli saham sebelum informasi dan





fundamental perusahaan secara resmi dirilis. Setidaknya ada dua efek buruk yang dihasilkan oleh praktek *insider trading* kepada daya saing pasar, yaitu : menghalangi investor lainnya dari memperoleh informasi dan perdagangan, dan tidak tersebarnya informasi secara merata kepada seluruh investor karena hanya dimiliki oleh beberapa investor yang melakukan aktivitas *insider trading* saja.<sup>29</sup>

Praktek *insider trading* dapat meningkatkan level ketidakpastian dalam sebuah perdagangan saham.<sup>30</sup> Ketika praktek *insider trading* diperbolehkan, maka akan berdampak pada lima hal berikut :

- a. Harga saham yang merefleksikan informasi yang lebih baik akan naik
- b. Total investasi yang diharapkan akan meningkat
- c. Likuiditas pasar akan menuru
- d. Pemilik perusahaan atau proyek investasi akan mendapatkan keuntungan
- e. Investor luar perusahaan dan investor yang berharapan likuiditas pasar akan merasa dirugikan

*Insider trading* erat kaitannya dengan volatilitas harga saham akibat ketersediaan informasi perusahaan *go public* yang mengeluarkan instrumen saham. Dan informasi perusahaan

yang merupakan hal yang fundamental dalam menilai suatu perusahaan seharusnya diberikan kepada investor, sehingga prinsip keterbukaan tercapai. Keterbukaan wajib terus berlangsung selama perusahaan *go public*. Prinsip keterbukaan itu dilaksanakan melalui penyampaian<sup>31</sup> :

#### 1) Laporan keuangan secara berkala

Emiten yang pernyataan pendaftarannya telah menjadi efektif mempunyai kewajiban menyampaikan laporan keuangan secara berkala kepada Bapepam dan pengumumannya kepada investor. Laporan keuangan ini terdiri dari Laporan Tahunan dan Laporan Tiap Semester. Dengan laporan keuangan yang berkala ini Bapepam melakukan fungsi pengawasan dengan terus memonitor kesehatan keuangan emiten.

#### 2) Keterbukaan mengenai adanya fakta material baru

Peristiwa-peristiwa yang dapat mempengaruhi harga saham harus segera dilaporkan paling lambat dua hari kerja.

#### 3) *Insider trading*

*Insider trading* bertentangan dengan prinsip keterbukaan karena yang bersangkutan membeli atau menjual saham berdasarkan informasi dari "orang dalam" yang tidak publik sifatnya. Tindakan tersebut merugikan pihak lain yang tidak menerima informasi yang sama pada waktu yang sama, sehingga ia tidak dapat mengambil keputusan untuk

<sup>29</sup>M. J. Fisherman & K. M. Hagerty, "Insider Trading and The Efficiency Of Stock Prices", dalam The RAND Journal of Economics, 1992, h. 106.

<sup>30</sup>H. E. Leland, "Insider Trading: Should It Be Prohibited?", dalam Journal of Political Economy, 1992, h. 859.

<sup>31</sup>Bismar Nasution, Keterbukaan dalam Pasar Modal, (Jakarta: Program Pascasarjana Universitas Indonesia, 2001). h. 10.



membeli atau menjual saham yang dipegangnya.

#### 4) Manipulasi Pasar

Praktek manipulasi pasar ditujukan pada distorsi terhadap kekuatan bebas atas persediaan dan permintaan (*supply and demand*). Pada umumnya, setiap manipulasi menggunakan restriksi artifisial pada "*floating supply of stock*" yang diikuti oleh beberapa faktor untuk merangsang publik pada permintaan saham dalam bentuk artifisial atau penciptaan penampilan palsu atas kegiatan perdagangan yang sebenarnya. Rencana pertama dari praktek manipulasi pasar adalah melakukan restriksi artifisial dalam persediaan saham dengan mengakuisisi saham secara substansial dalam *controlled account*.

Dalam Islam, praktek *insider trading* dapat dikategorikan sebagai kecurangan atau penipuan dalam jual beli (*tadlis*). Ini dikarenakan salah satu pihak, baik penjual maupun pembeli saham, tidak mengungkapkan informasi terkini mengenai instrumen yang diperdagangkan. *Tadlis* adalah praktek bisnis yang dilakukan oleh seseorang dengan cara menyembunyikan informasi terhadap transaksi jual beli. Rasulullah SAW telah bersabda berkaitan dengan praktek *tadlis*,

*"Orang muslim adalah bersaudara. Tidak halal bagi seseorang menjual barang yang cacat kepada saudaranya, tanpa menerangkan cacat benda itu"* (H.R. Ahmad).

*"Barangsiapa menjual barang yang ada cacatnya, tetapi tidak diterangkan*

*kepada pembeli, maka ia senantiasa dalam kebencian Allah, dan malaikat senantiasa mengutuknya"* (H.R. Ibnu Majah).

Cacat yang dimaksud dalam pasar saham adalah cacat informasi. Artinya ada informasi yang tidak diketahui, baik oleh investor penjual maupun investor pembeli, sehingga akan mengakibatkan kerugian bagi salah satu pihak.

### C. Penutup

Pada dasarnya, perdagangan saham tidak dilarang sebagaimana jual beli biasa. Namun setidaknya ada tiga aktivitas yang dilarang dalam aktivitas jual beli saham karena bertentangan dengan prinsip Islam, yaitu *short selling*, *margin trading*, *insider trading*.

*Short selling* dilarang dalam Islam karena investor menjual saham yang tidak ia miliki. Sementara *margin trading* dilarang karena melibatkan unsur ribawi, yaitu bunga pinjaman yang dibebankan oleh perusahaan sekuritas kepada investor pengguna fasilitas tersebut. Dan *insider trading* tidak diperbolehkan karena kemungkinan terjadinya kecurangan atau penipuan (*tadlis*) dalam jual beli saham antarinvestor penjual dengan pembeli.

Ketiga aktivitas tersebut dapat memberikan dampak negatif baik kepada investor, perusahaan sekuritas, harga saham, maupun pergerakan pasar. Oleh karenanya, sangat diharapkan kepada investor di pasar saham khususnya muslim agar memperhatikan agar dampak negatif tersebut dapat dihindari



dan demi tercapainya *shariacompliance* di pasar saham.

### Daftar Pustaka

Al-Qur'an dan Al-Hadits

Ball, Ray & S. P. Kothari, "Nonstationary Expected Returns: Implications For Tests of Market Efficiency and Serial Correlation In Returns", dalam *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, No. 1, 1989.

Bauman, M. P., "A Review of Fundamental Analysis Research In Accounting", dalam *Journal of Accounting Literature*, Vol. 15, No. 1, 1996.

Beber, A., & Pagano, M., "Short Selling Bans Around The World: Evidence From The 2007–09 Crisis", dalam *The Journal of Finance*, Vol. 68, No. 1, 2013.

Blau, B. M., Van Ness, B. F., & Van Ness, R. A., "Short Selling and The Weekend Effect For NYSE Securities", dalam *Financial Management*, Vol. 38, No. 3, 2009.

Blume, L., Easley, D., & O'hara, M., "Market Statistics and Technical Analysis: The Role of Volume", dalam *The Journal of Finance*, Vol. 49, No. 1, 1994.

Brock, W., Lakonishok, J., & LeBaron, B., "Simple Technical Trading Rules and The Stochastic Properties of Stock Returns", dalam *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 5, 1992.

Chang, E. C., Luo, Y., & Ren, J., "Short-Selling, Margin-Trading, and Price Efficiency: Evidence From The

Chinese Market", dalam *Journal of Banking & Finance*, Vol. 48, 2014.

De Bondt, Werner F. M. & Richard Thaler, "Further Evidence of Investor Overreaction and Stock Market Seasonality", dalam *Journal of Finance*, Vol. 40, 1987.

Dusuki, A. W & A. Abozaid, "Fiqh Issues In Short Selling As Implemented In The Islamic Capital Market In Malaysia", dalam *Islamic Economics*, Vol. 21, No. 2, 2008.

El-Ashkar, A. A. F., "Towards An Islamic Stock Exchange In A Transitional Stage", dalam *Islamic Economic Studies*, Vol. 3, No. 1, 1995.

Elgari, M. A., "Towards An Islamic Stock Market", dalam *Islamic Economic Studies*, Vol. 1, No. 1, 1993.

Fama, E. F., "The Behavior of Stock-Market Prices", dalam *The Journal of Business*, Vol. 38, No. 1, 1965.

Fishman, M. J., & Hagerty, K. M., "Insider Trading and The Efficiency Of Stock Prices", dalam *The RAND Journal of Economics*, 1992.

Fortune, P., "Margin Lending and Stock Market Volatility", dalam *New England Economic Review*, Vol. 4, 2001.

Haruvy, E., & Noussair, C. N., "The Effect of Short Selling On Bubbles and Crashes In Experimental Spot Asset Markets", dalam *The Journal of Finance*, Vol. 61, No. 3, 2006.

Hirose, T., Kato, H. K., & Bremer, M., "Can Margin Traders Predict



- Future Stock Returns In Japan?”, dalam Pacific-Basin Finance Journal, Vol. 17, No. 1, 2009.
- Holmstorm, Bengt & Jean Tirole, “Market Liquidity and Performance Monitoring”. dalam Journal of Political Economy, Vol. 101, No. 4, 1993.
- Jensen, Michael C., & Kevin J. Murphy, “Performance Pay and Top-Management Incentives”, dalam Journal of Political Economy, Vol. 98, No. 4, 1990.
- Keputusan Ketua Bapepam dan LK No. Kep-258/BL/2008
- Khan, M. A., “Commodity Exchange and Stock Exchange In Islamic Economy”, dalam American Journal of Islamic Social Sciences, Vol. 5, No. 1, 1988.
- Leland, H. E., “Insider Trading: Should It Be Prohibited?.”, dalam Journal of Political Economy, 1992.
- Lev, B., & Thiagarajan, S. R., “Fundamental Information Analysis”, dalam Journal of Accounting research, Vol. 31, No. 2, 1993.
- Levine, R., & Zervos, S., “Stock Market Development and Long-Run Growth”, dalam The World Bank Economic Review, Vol. 10, No. 2, 1996.
- Mar>ati, F. S., “Mengenal Pasar Modal (Instrumen Pokok dan Go Public)”, dalam Among Makarti, Vol. 3, No. 5, Juli 2010.
- Mohamad, Saadiah & Ali Tabatabaei, “Islamic Hedging: Gambling or Risk Management?”, paper disampaikan pada the 21<sup>st</sup> Australian Finance and Banking Conference di University of New South Wales, Australia pada tanggal 16-18 Desember 2008.
- Nasution, Bismar. 2001. Keterbukaan dalam Pasar Modal. Jakarta: Program Pascasarjana Universitas Indonesia.
- Obaidullah, M., “Ethics and Efficiency In Islamic Stock Markets”, dalam International Journal of Islamic Financial Services, Vol. 3, No. 2, 2001.
- Osmani, N. M., & Abdullah, M. F., “Towards An Islamic Stock Market: A Review of Classical and Modern Literatures”, dalam International Review of Business Research Papers, Vol. 5, No. 5, 2009.
- Pasal 96 Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal
- Warner, J. B., Watts, R. L., & Wruck, K. H., “Stock Prices and Top Management Changes”, dalam Journal of Financial Economics, Vol. 20, 1988.