



## Dinamika Regulasi Pasar Modal Syariah: Studi Komparatif antara Indonesia dan Dubai

**Muhammad Haris Abdul Hakim**

Universitas Islam Negeri Sayyid Ali Rahmatullah, Tulungagung, Indonesia

\*Email Korespondensi: [muhamadharis012@gmail.com](mailto:muhamadharis012@gmail.com)

Diterima: 19-06-2025 | Disetujui: 20-06-2025 | Diterbitkan: 23-06-2025

### ABSTRACT

*The development of the Islamic capital market necessitates robust and adaptive regulations in response to the dynamics of global Islamic finance. This article aims to analyze and compare the regulatory frameworks of Islamic capital markets in Indonesia and Dubai as representations of two distinct approaches to Islamic financial systems. Employing a library research method with a descriptive-qualitative approach, this study explores the roles of regulatory authorities and market institutions in shaping an applicable Sharia legal framework. In Indonesia, the Financial Services Authority (OJK) and the National Sharia Council-Indonesian Ulema Council (DSN-MUI) play central roles in issuing fatwas, formulating regulations, and classifying Sharia-compliant securities. Meanwhile, Dubai adopts a more integrated approach through institutions such as the Securities and Commodities Authority (SCA), the Dubai Financial Market (DFM), and the Dubai Islamic Economy Development Centre (DIEDC), implementing international standards like AAOIFI and facilitating global sukuk issuance. The findings indicate that Dubai holds an advantage in institutional integration and global-based Islamic capital market infrastructure, whereas Indonesia's strength lies in its fatwa system and domestic investor segmentation. This study recommends enhancing regulatory harmonization and adopting international standardization in Indonesia's Islamic capital market to boost its competitiveness on the global stage.*

**Keywords:** *Islamic Capital Market, Regulation, Indonesia, Dubai.*

### ABSTRAK

Perkembangan pasar modal syariah menuntut keberadaan regulasi yang kuat dan adaptif terhadap dinamika keuangan Islam global. Artikel ini bertujuan untuk menganalisis dan membandingkan regulasi pasar modal syariah di Indonesia dan Dubai sebagai representasi dari dua pendekatan sistem keuangan Islam. Penelitian ini menggunakan metode studi kepustakaan dengan pendekatan deskriptif-kualitatif untuk mengkaji peran otoritas regulasi dan lembaga pasar dalam membentuk kerangka hukum syariah yang aplikatif. Di Indonesia, peran Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) menjadi sentral dalam merumuskan fatwa, regulasi, dan klasifikasi efek syariah. Sementara itu, Dubai menampilkan pendekatan yang terintegrasi melalui lembaga seperti Securities and Commodities Authority (SCA), Dubai Financial Market (DFM), dan Dubai Islamic Economy Development Centre (DIEDC) yang menerapkan standar internasional seperti AAOIFI dan memfasilitasi penerbitan sukuk skala global. Hasil kajian menunjukkan bahwa Dubai memiliki keunggulan dalam integrasi kelembagaan dan infrastruktur pasar modal syariah berbasis global, sedangkan Indonesia memiliki kekuatan dalam sistem fatwa dan segmentasi investor domestik. Kajian ini merekomendasikan penguatan

harmonisasi regulasi dan standardisasi internasional bagi pasar modal syariah Indonesia untuk meningkatkan daya saingnya di kancan global.

**Katakunci:** Pasar Modal Syariah, Regulasi, Indonesia, Dubai.

**Bagaimana Cara Sitasi Artikel ini:**

Muhmmad Haris Abdul Hakim. (2025). Dinamika Regulasi Pasar Modal Syariah: Studi Komparatif antara Indonesia dan Dubai. Indonesia Economic Journal, 1(1), 220-238. <https://doi.org/10.63822/4j0b9s84>

## PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan instrumen penting dalam sistem keuangan modern yang berfungsi sebagai sarana mobilisasi dana dari masyarakat kepada sektor-sektor produktif melalui mekanisme investasi jangka panjang. Keberadaan pasar modal tidak hanya mendorong pertumbuhan ekonomi nasional, tetapi juga mencerminkan stabilitas dan kedalaman sektor keuangan suatu negara. Dalam negara-negara dengan penduduk mayoritas Muslim seperti Indonesia dan Uni Emirat Arab (UEA), khususnya Dubai, kebutuhan akan sistem pasar modal yang tidak hanya efisien dan transparan tetapi juga sesuai dengan prinsip-prinsip syariah menjadi sangat penting.

Prinsip-prinsip syariah menekankan keadilan, keterbukaan, dan larangan terhadap praktik ekonomi yang mengandung unsur riba (bunga), maisir (spekulasi), dan gharar (ketidakjelasan). Oleh karena itu, implementasi pasar modal syariah harus disesuaikan dengan nilai-nilai tersebut melalui regulasi yang tegas, mekanisme kepatuhan syariah yang ketat, serta keterlibatan institusi-institusi keuangan Islam yang kredibel.

Di Indonesia, pengembangan pasar modal syariah telah dimulai sejak peluncuran Jakarta Islamic Index (JII) pada tahun 2000, yang menandai babak baru dalam integrasi prinsip syariah dalam pasar modal nasional. Seiring waktu, regulasi terkait pasar modal syariah semakin diperkuat dengan hadirnya berbagai Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK), fatwa-fatwa Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), serta kerangka pengawasan dari Bursa Efek Indonesia (BEI). Berbagai produk investasi seperti sukuk, saham syariah, dan reksa dana syariah kini tersedia sebagai alternatif bagi investor Muslim yang menginginkan kepastian syariah dalam investasinya.

Sementara itu, Dubai sebagai bagian dari Uni Emirat Arab telah menempatkan diri sebagai pusat ekonomi Islam global, termasuk dalam hal pengembangan pasar modal syariah. Melalui lembaga seperti Dubai Financial Services Authority (DFSA) dan Dubai Islamic Economy Development Centre (DIEDC), regulasi dan infrastruktur pasar modal syariah di Dubai berkembang pesat, ditandai dengan keberadaan Nasdaq Dubai yang aktif menerbitkan dan memperdagangkan sukuk internasional.

Dengan latar belakang tersebut, menjadi penting untuk melakukan kajian komparatif terhadap regulasi pasar modal syariah di Indonesia dan Dubai. Kajian ini tidak hanya akan memberikan gambaran tentang kesesuaian sistem hukum dan regulatif masing-masing negara terhadap prinsip syariah, tetapi juga akan mengungkapkan kelebihan, tantangan, serta praktik terbaik (best practices) yang dapat saling dipelajari. Melalui pendekatan analisis hukum dan normatif, penelitian ini bertujuan memberikan kontribusi teoritis dan praktis dalam pengembangan pasar modal syariah, baik secara nasional maupun global.

## METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian kualitatif dengan pendekatan deskriptif-analitis. Pendekatan ini dipilih karena sesuai untuk menjelaskan, menginterpretasikan, dan menganalisis fenomena pasar modal syariah dari sisi normatif dan regulatif. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari berbagai sumber, seperti peraturan perundang-undangan, fatwa DSN-MUI, jurnal ilmiah, buku, dan dokumen resmi dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK), Bursa Efek Indonesia (BEI), dan Dubai Financial Market (DFM). Teknik pengumpulan data dilakukan melalui studi kepustakaan (library research), dengan fokus pada regulasi yang mengatur pasar modal syariah di Indonesia dan Dubai. Data dianalisis dengan metode kualitatif, yakni melalui proses identifikasi, klasifikasi, dan interpretasi terhadap regulasi yang ada,

kemudian dibandingkan dengan prinsip-prinsip syariah yang menjadi dasar operasional pasar modal syariah. Penelitian ini juga menggunakan pendekatan normatif yuridis, terutama dalam menelaah kesesuaian regulasi pasar modal dengan prinsip-prinsip hukum Islam. Analisis dilakukan dengan mengaitkan norma-norma hukum positif dan norma-norma syariah dalam konteks implementasi pasar modal syariah di Indonesia dan Dubai.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Pasar Modal Syariah Indonesia

Pasar modal syariah merupakan bagian integral dari sistem keuangan Islam yang menyediakan sarana investasi dan pembiayaan dengan prinsip-prinsip syariah. Secara konseptual, pasar modal syariah adalah kegiatan dalam pasar modal yang tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip Islam, baik dari segi instrumen, mekanisme transaksi, maupun lembaga pendukungnya. Tujuan utama dari pasar modal syariah adalah menciptakan sistem investasi yang adil, transparan, dan bebas dari unsur riba, gharar (ketidakpastian), dan maysir (judi), yang kesemuanya dilarang dalam Islam.

Menurut Otoritas Jasa Keuangan (OJK), pasar modal syariah adalah kegiatan di pasar modal yang tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal, termasuk penerbitan, pembelian, dan penjualan surat berharga syariah seperti saham syariah, sukuk, dan reksa dana syariah. Penyelenggaraan pasar modal syariah di Indonesia telah memiliki dasar hukum dan fatwa yang kuat, antara lain melalui Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), serta regulasi dari OJK dan Bursa Efek Indonesia (BEI).

Dalam perspektif ekonomi Islam, pasar modal syariah memiliki fungsi strategis sebagai instrumen penghimpunan dana umat dan distribusi kekayaan secara adil. Hal ini sejalan dengan misi Islam untuk menciptakan keadilan sosial dan keseimbangan ekonomi. Menurut Muhammad Syafi'i Antonio, pasar modal syariah dapat mendorong terciptanya ekonomi yang lebih beretika karena didasarkan pada nilai keadilan, kejujuran, dan kerja sama (*ta'awun*).

Sistem pasar modal syariah juga mendorong aktivitas ekonomi riil, karena produk-produk yang ditawarkan harus memiliki aset atau kegiatan usaha yang nyata dan halal. Dengan demikian, pasar modal syariah bukan hanya menjadi alternatif sistem keuangan konvensional, tetapi juga menjadi bagian dari solusi terhadap krisis ekonomi berbasis spekulasi.

Pasar modal syariah tidak hanya berbeda dari pasar modal konvensional dalam hal instrumen, tetapi juga memiliki landasan prinsipil yang bersumber dari ajaran Islam. Prinsip-prinsip ini berfungsi sebagai pedoman agar aktivitas di pasar modal tetap sejalan dengan nilai-nilai syariah. Setidaknya terdapat tiga prinsip utama yang menjadi fondasi pasar modal syariah, yaitu larangan riba, gharar, dan maysir.

Larangan riba merupakan prinsip utama dalam sistem keuangan Islam. Segala bentuk tambahan yang diperoleh dari transaksi pinjam meminjam uang, tanpa disertai nilai tambah riil, dikategorikan sebagai riba dan diharamkan. Dalam konteks pasar modal, larangan riba direfleksikan melalui penolakan terhadap efek-efek yang berbasis bunga, seperti obligasi konvensional. Oleh karena itu, pasar modal syariah mengembangkan instrumen alternatif seperti *sukuk* yang berbasis akad syariah seperti *ijarah*, *mudharabah*, atau *musyarakah*.

Selain itu, pasar modal syariah juga harus terbebas dari unsur gharar atau ketidakpastian berlebihan yang dapat merugikan salah satu pihak. Ketidakjelasan informasi, spekulasi berlebihan, serta praktik short

selling yang umum dalam pasar modal konvensional dianggap sebagai bentuk gharar, sehingga dilarang dalam prinsip syariah. Oleh sebab itu, transaksi di pasar modal syariah harus dilakukan secara transparan, jujur, dan berdasarkan informasi yang cukup.

Prinsip ketiga adalah larangan maysir, yaitu aktivitas spekulatif atau perjudian yang mengandung unsur untung-untungan. Aktivitas spekulatif yang bertujuan meraih keuntungan instan, tanpa melalui proses ekonomi yang produktif, dilarang dalam Islam karena menyalahi konsep keadilan dan risiko yang seimbang. Oleh karena itu, pasar modal syariah mendorong transaksi yang berbasis pada kepemilikan riil terhadap aset dan kegiatan usaha halal.

Dalam mengimplementasikan prinsip-prinsip tersebut, Indonesia telah memiliki perangkat regulasi dan fatwa yang memadai. Misalnya, Fatwa DSN-MUI No. 80/DSN-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek, yang mengatur prinsip-prinsip perdagangan saham syariah, termasuk larangan margin trading dan short selling.

Secara keseluruhan, prinsip-prinsip ini mencerminkan nilai-nilai Islam yang mengedepankan etika bisnis, keadilan, dan kemaslahatan bersama, sehingga pasar modal syariah tidak hanya berfungsi sebagai sarana investasi, tetapi juga sebagai instrumen pembangunan ekonomi yang berkeadilan dan berkelanjutan.

Instrumen dalam pasar modal syariah dirancang untuk memenuhi kebutuhan investasi umat dengan tetap memperhatikan prinsip-prinsip syariah. Seluruh instrumen yang digunakan harus memenuhi ketentuan halal, baik dari sisi akad maupun aktivitas bisnis yang mendasarinya. Beberapa instrumen utama yang digunakan dalam pasar modal syariah di Indonesia antara lain adalah.

#### 1. Saham Syariah

Saham syariah merupakan surat berharga yang menunjukkan kepemilikan atas suatu perusahaan yang kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah. Untuk memastikan kesyariahnya, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) secara berkala menerbitkan Daftar Efek Syariah (DES), yang berisi saham-saham yang telah lolos kriteria seleksi syariah. Kriteria tersebut mencakup dua aspek utama: (1) kegiatan usaha emiten tidak bertentangan dengan prinsip syariah, dan (2) aspek rasio keuangan yang menghindari dominasi utang berbasis bunga dan pendapatan nonhalal.

Menurut Fatwa DSN-MUI No. 135/DSN-MUI/V/2020, saham syariah boleh diperjualbelikan selama tidak mengandung unsur riba, gharar, dan maysir. Emiten juga wajib menjalankan prinsip keterbukaan informasi dan tidak melakukan manipulasi pasar (*ghisy*).

#### 2. Sukuk (Obligasi Syariah)

Sukuk adalah surat berharga syariah yang mewakili kepemilikan atas aset yang mendasari, dan bukan merupakan utang seperti obligasi konvensional. Sukuk diterbitkan berdasarkan akad-akad syariah seperti ijarah, mudharabah, musyarakah, atau wakalah. Dalam sukuk, investor akan memperoleh imbal hasil dari hasil usaha atau manfaat dari aset yang dibiayai melalui sukuk tersebut.

Salah satu penerapan nyata sukuk di Indonesia adalah Sukuk Negara Ritel (Sukri) yang diterbitkan oleh pemerintah melalui Kementerian Keuangan untuk membiayai proyek-proyek yang halal dan produktif. Sukuk memberikan alternatif pembiayaan pembangunan yang selaras dengan prinsip maqashid syariah, khususnya dalam hal kemaslahatan publik.

#### 3. Reksa Dana Syariah

Reksa dana syariah adalah wadah investasi kolektif yang dikelola oleh manajer investasi dengan prinsip syariah. Investasi dilakukan pada instrumen-instrumen syariah seperti saham syariah, sukuk, dan instrumen pasar uang syariah. Akad yang digunakan dalam reksa dana syariah umumnya adalah wakalah

bil ujah, di mana investor memberikan kuasa kepada manajer investasi untuk mengelola dana dengan imbalan jasa tertentu (ujah).

Keunggulan reksa dana syariah antara lain terletak pada transparansi pengelolaan dan adanya pengawasan syariah dari Dewan Pengawas Syariah (DPS) yang ditunjuk oleh masing-masing perusahaan manajemen investasi. Menurut Badan Pengelola Keuangan Haji (BPKH), reksa dana syariah juga menjadi salah satu instrumen strategis dalam optimalisasi dana haji yang sesuai dengan prinsip syariah.

#### 4. Instrumen Lain

Selain ketiga instrumen utama tersebut, pasar modal syariah juga mengenal instrumen lainnya seperti Exchange Traded Fund (ETF) Syariah, derivatif syariah, dan bahkan wakaf saham, meskipun penggunaannya masih dalam tahap pengembangan dan perlu kajian fiqih yang lebih mendalam.

Penyelenggaraan pasar modal syariah di Indonesia tidak terlepas dari dukungan berbagai lembaga dan sistem pengawasan yang bertujuan untuk menjaga agar seluruh aktivitas investasi sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Mekanisme pasar modal syariah dibangun dengan menyesuaikan proses transaksi pasar modal pada umumnya, tetapi dengan menambahkan elemen-elemen pengawasan dan filterisasi berbasis syariah. Hal ini mencakup seleksi efek, pemilihan instrumen, jenis akad, serta lembaga yang bertugas melakukan pengawasan dan pembinaan.

##### 1. Otoritas Jasa Keuangan (OJK)

Sebagai lembaga negara yang memiliki wewenang untuk mengatur dan mengawasi seluruh kegiatan jasa keuangan, OJK memiliki peran strategis dalam pengembangan pasar modal syariah. OJK bertanggung jawab menerbitkan regulasi pasar modal syariah, termasuk Daftar Efek Syariah (DES) secara berkala, serta mengawasi manajer investasi dan penerbit sukuk untuk memastikan kepatuhan terhadap prinsip syariah. OJK juga aktif dalam meningkatkan literasi dan inklusi pasar modal syariah melalui edukasi publik dan sinergi dengan lembaga pendidikan Islam.

##### 2. Bursa Efek Indonesia (BEI)

Bursa Efek Indonesia memiliki Divisi Pasar Modal Syariah yang fokus pada pengembangan instrumen syariah dan penyediaan infrastruktur transaksi yang sesuai syariah. BEI juga menyediakan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dan Jakarta Islamic Index (JII) sebagai referensi utama bagi investor syariah dalam memilih saham-saham yang sesuai prinsip syariah. Selain itu, BEI turut bekerja sama dengan OJK dan DSN-MUI dalam proses edukasi dan penyusunan kebijakan.

##### 3. Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI)

DSN-MUI merupakan lembaga fatwa yang berwenang menetapkan prinsip-prinsip syariah dalam transaksi keuangan, termasuk pasar modal. Fatwa-fatwa DSN-MUI menjadi rujukan utama dalam menyusun regulasi pasar modal syariah, seperti Fatwa No. 80/DSN-MUI/2011 tentang Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas, serta fatwa-fatwa terkait akad sukuk, reksa dana, dan derivatif syariah. Keberadaan DSN-MUI menjamin legitimasi syariah bagi instrumen dan mekanisme yang diterapkan di pasar modal.

##### 4. Dewan Pengawas Syariah (DPS)

DPS adalah lembaga internal yang wajib dimiliki oleh setiap pelaku industri pasar modal syariah, seperti manajer investasi syariah, penerbit sukuk, dan perusahaan efek syariah. DPS bertugas mengawasi agar aktivitas perusahaan tetap sesuai syariah dan melaporkan hasil pengawasan secara

berkala. DPS biasanya terdiri dari ulama atau pakar ekonomi syariah yang telah mendapat rekomendasi dari DSN-MUI.

#### 5. Mekanisme Screening dan Pemantauan Syariah

Salah satu mekanisme penting dalam pasar modal syariah adalah screening syariah, yaitu proses penyaringan efek berdasarkan kriteria halal. Screening dilakukan oleh OJK dengan mempertimbangkan aspek kegiatan usaha dan rasio keuangan, seperti batas maksimal total utang berbasis bunga tidak lebih dari 45% terhadap total aset. Proses ini dilakukan setiap enam bulan sekali dan hasilnya diumumkan melalui Daftar Efek Syariah (DES).

Di samping itu, terdapat mekanisme cleansing syariah, yaitu pembersihan pendapatan nonhalal yang diperoleh secara tidak sengaja oleh emiten. Pendapatan tersebut wajib disisihkan dan disalurkan untuk kegiatan sosial (charity) agar tidak menjadi bagian dari laba investor.

### Regulasi Pasar Modal Syariah di Indonesia

Regulasi pasar modal syariah di Indonesia merupakan fondasi hukum yang menjamin seluruh aktivitas di dalamnya berjalan sesuai dengan prinsip-prinsip syariah sekaligus tunduk pada sistem hukum nasional. Regulasi ini mencakup peraturan perundang-undangan, fatwa-fatwa syariah, serta kebijakan teknis dari otoritas pasar modal. Kehadiran regulasi yang kuat sangat penting untuk menciptakan kepercayaan investor, memastikan keteraturan transaksi, serta memperkuat integritas dan daya saing pasar modal syariah di tengah dinamika ekonomi global.

#### 1. Landasan Hukum Umum

##### a. Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal

UU ini merupakan dasar utama penyelenggaraan pasar modal di Indonesia. Walaupun tidak menyebut pasar modal syariah secara eksplisit, pengaturan mengenai instrumen pasar modal, seperti efek, penerbitan, dan perdagangan, memungkinkan berlakunya sistem syariah. Dalam Pasal 1 ayat (5), efek didefinisikan sebagai surat berharga, yang dalam konteks syariah mencakup sukuk dan saham syariah.

Undang-Undang ini juga memberi ruang bagi adanya jenis-jenis efek yang berbeda, termasuk yang menggunakan prinsip syariah. Secara yuridis, ini menjadi dasar bagi penerbitan peraturan lebih lanjut oleh OJK yang secara spesifik mengatur pasar modal berbasis syariah.

##### b. Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan

Pasal 6 UU OJK menyatakan bahwa OJK berwenang melakukan pengaturan dan pengawasan terhadap kegiatan jasa keuangan di sektor perbankan, pasar modal, serta sektor jasa keuangan nonbank, baik yang konvensional maupun syariah. Dalam pelaksanaannya, OJK memiliki unit khusus yang mengatur dan mengembangkan pasar modal syariah, termasuk menerbitkan daftar efek syariah, mengawasi reksa dana syariah, sukuk, serta mengedukasi masyarakat tentang prinsip syariah dalam investasi.

#### 2. Regulasi Khusus dan Fatwa DSN-MUI

Di samping regulasi negara, pasar modal syariah di Indonesia juga tunduk pada fatwa-fatwa yang dikeluarkan oleh Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI). Fatwa-fatwa ini menjadi norma dasar untuk menilai kesesuaian sebuah produk atau transaksi pasar modal terhadap prinsip syariah. Beberapa fatwa penting dalam pengembangan pasar modal syariah antara lain:

##### a. Fatwa DSN-MUI No. 20/DSN-MUI/IV/2001

Menetapkan pedoman investasi untuk reksa dana syariah, termasuk portofolio yang diizinkan dan mekanisme investasi yang halal.

b. Fatwa DSN-MUI No. 40/DSN-MUI/X/2003

Menjadi fondasi umum penerapan prinsip syariah dalam pasar modal. Menyatakan bahwa kegiatan pasar modal hanya diperbolehkan jika tidak mengandung riba, gharar, maysir, tadlis, dharar, dan maksiat.

c. Fatwa DSN-MUI No. 80/DSN-MUI/III/2011

Mengatur mekanisme perdagangan efek bersifat ekuitas di pasar reguler bursa efek, termasuk larangan melakukan transaksi margin dan short selling.

d. Fatwa DSN-MUI No. 135/DSN-MUI/V/2020

Memberikan panduan lebih teknis terhadap saham syariah, termasuk persyaratan emiten dan larangan aktivitas perusahaan.

Fatwa-fatwa ini menetapkan standar halal-haram dalam transaksi pasar modal serta menyusun pedoman tentang jenis akad, struktur produk, hingga prinsip keterbukaan informasi. Serta menjadi referensi langsung bagi OJK dalam menyusun regulasi teknis serta dasar pengawasan syariah oleh Dewan Pengawas Syariah (DPS) pada setiap lembaga pasar modal syariah.

3. Peraturan OJK

Otoritas Jasa Keuangan (OJK) berperan besar dalam menjabarkan prinsip-prinsip syariah dalam bentuk regulasi yang bersifat implementatif. Beberapa regulasi penting antara lain:

1. POJK No. 15/POJK.04/2015 tentang Daftar Efek Syariah

Mengatur tentang kriteria efek syariah yang dapat diperjualbelikan di bursa. Kriteria meliputi:

- Rasio utang berbasis bunga terhadap total aset tidak lebih dari 45%.
- Pendapatan dari aktivitas nonhalal tidak melebihi 10% dari total pendapatan.

Efek yang memenuhi kriteria ini akan masuk dalam Daftar Efek Syariah (DES), yang diperbarui dua kali dalam setahun.

2. SEOJK No. 15/SEOJK.04/2015 tentang Penerbitan Daftar Efek Syariah

Merupakan ketentuan pelaksana dari POJK No. 15, menjelaskan mekanisme evaluasi, penerbitan daftar, serta publikasi kepada investor.

3. POJK No. 19/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk

Mengatur tentang struktur akad, tata cara penerbitan, serta persyaratan administrasi dalam menerbitkan sukuk. Sukuk dapat menggunakan akad ijarah, mudharabah, musyarakah, dan wakalah.

4. POJK No. 61/POJK.04/2017 tentang Unit Pengelolaan Investasi Syariah

Mengharuskan adanya unit usaha syariah di perusahaan manajer investasi yang mengelola produk syariah. Hal ini untuk memastikan pengelolaan dilakukan sesuai prinsip syariah secara menyeluruh.

Selain itu, OJK juga membentuk Unit Pasar Modal Syariah yang berfungsi sebagai pelaksana pengembangan kebijakan dan edukasi publik. Pengawasan terhadap pelaku pasar juga dilakukan melalui kerja sama dengan Bursa Efek Indonesia dan lembaga profesi seperti Asosiasi Manajer Investasi Syariah Indonesia (AMISI).

4. Harmonisasi Syariah dan Positif

Salah satu kekhasan regulasi pasar modal syariah di Indonesia adalah dualitas sistem hukum yang mengintegrasikan prinsip-prinsip fiqh muamalah dengan peraturan hukum positif. Hal ini dilakukan tanpa menimbulkan kontradiksi, melainkan melalui prinsip harmonisasi dan adaptasi. Dengan

demikian, pasar modal syariah dapat beroperasi dalam koridor hukum nasional sambil tetap memegang teguh nilai-nilai Islam yang menjadi landasannya. Adapun Harmonisasi antara hukum nasional dan prinsip syariah dalam pasar modal di Indonesia dilakukan melalui:

- Penerjemahan fatwa DSN-MUI ke dalam peraturan OJK
- Keterlibatan Dewan Pengawas Syariah (DPS) dalam pengawasan internal lembaga
- Kolaborasi antara OJK dan DSN-MUI dalam penyusunan regulasi baru

Namun, tantangan tetap ada, seperti:

- Kurangnya SDM yang memahami aspek fikih dan hukum pasar modal secara bersamaan
- Keterbatasan literasi publik, sehingga banyak investor belum memahami perbedaan signifikan antara instrumen syariah dan konvensional
- Belum optimalnya pengawasan syariah, terutama pada produk baru berbasis teknologi (seperti sukuk digital, security token)
- Keterbatasan fatwa terhadap produk inovatif, sehingga diperlukan ijtihad kontemporer yang lebih progresif

**Tabel 1 Regulasi Pasar Modal Syariah di Indonesia**

| No | Jenis Regulasi   | Nomor Regulasi / Fatwa        | Substansi / Ruang Lingkup                                                 | Lembaga Penerbit |
|----|------------------|-------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|------------------|
| 1  | Undang-Undang    | UU No. 8 Tahun 1995           | Definisi pasar modal, instrumen efek, dan pelaku pasar                    | Pemerintah RI    |
| 2  | Undang-Undang    | UU No. 21 Tahun 2011          | Kewenangan OJK untuk mengatur dan mengawasi pasar modal syariah           | Pemerintah RI    |
| 3  | Fatwa DSN-MUI    | Fatwa No. 20/DSN-MUI/IV/2001  | Pedoman pelaksanaan investasi reksa dana syariah                          | DSN-MUI          |
| 4  | Fatwa DSN-MUI    | Fatwa No. 40/DSN-MUI/X/2003   | Prinsip umum syariah di pasar modal (larangan riba, gharar, maysir, dsb.) | DSN-MUI          |
| 5  | Fatwa DSN-MUI    | Fatwa No. 80/DSN-MUI/III/2011 | Mekanisme perdagangan efek bersifat ekuitas sesuai prinsip syariah        | DSN-MUI          |
| 6  | Fatwa DSN-MUI    | Fatwa No. 135/DSN-MUI/V/2020  | Kriteria dan struktur saham syariah                                       | DSN-MUI          |
| 7  | Peraturan OJK    | POJK No. 15/POJK.04/2015      | Kriteria efek syariah, batas rasio keuangan, kegiatan usaha halal         | OJK              |
| 8  | Peraturan OJK    | POJK No. 19/POJK.04/2015      | Tata cara penerbitan sukuk dengan akad syariah (ijarah, mudharabah, dll.) | OJK              |
| 9  | Peraturan OJK    | POJK No. 61/POJK.04/2017      | Pengelolaan unit syariah oleh manajer investasi                           | OJK              |
| 10 | Surat Edaran OJK | SEOJK No. 15/SEOJK.04/2015    | Tata cara evaluasi dan penerbitan Daftar Efek Syariah (DES)               | OJK              |

Keterangan Tambahan:

- Fatwa DSN-MUI berperan sebagai sumber prinsip syariah yang harus dijadikan acuan oleh OJK dalam merancang regulasi teknis.
- Peraturan dan SEOJK menetapkan standar pelaksanaan teknis untuk seluruh pelaku pasar modal syariah, termasuk emiten, manajer investasi, dan investor.

### Pasar Modal Syariah Dubai

Dubai, sebagai salah satu pusat ekonomi global di kawasan Timur Tengah, telah berhasil menempatkan dirinya sebagai pelopor dalam pengembangan pasar modal syariah. Pemerintah Uni Emirat

Arab (UEA), melalui *Dubai Islamic Economy Strategy 2013*, secara strategis menetapkan Dubai sebagai pusat ekonomi Islam dunia, dengan pasar modal syariah sebagai salah satu pilar utama. Di balik kemajuan pesat tersebut, terdapat landasan regulasi yang kuat, infrastruktur pasar yang modern, serta dukungan dari lembaga-lembaga pengatur yang berkomitmen pada prinsip-prinsip syariah.

Pasar modal syariah di Dubai mulai berkembang sejak tahun 2000, ketika Dubai Financial Market (DFM) didirikan sebagai bursa saham pertama di dunia yang secara penuh beroperasi berdasarkan prinsip-prinsip syariah. Sejak tahun 2007, DFM mulai menerapkan prinsip-prinsip syariah dalam seluruh transaksi dengan membentuk *Shari'a Supervisory Board* yang beranggotakan para ahli fiqh muamalah. Dewan ini bertugas menilai kesesuaian efek yang terdaftar di bursa dengan prinsip-prinsip syariah. Setiap emiten yang ingin mencatatkan sahamnya di DFM wajib melalui proses penyaringan ketat untuk memastikan tidak adanya unsur riba, gharar (ketidakpastian), maupun maysir (spekulasi/judi).

Selain DFM, terdapat pula *Nasdaq Dubai* yang beroperasi di kawasan *Dubai International Financial Centre (DIFC)*. Berbeda dengan DFM yang fokus pada pasar domestik, Nasdaq Dubai lebih mengarah pada produk keuangan Islam internasional seperti sukuk dan instrumen syariah lainnya. Pada tahun 2023, nilai sukuk yang terdaftar di Nasdaq Dubai mencapai lebih dari USD 80 miliar, menjadikannya sebagai pusat penerbitan sukuk terbesar di dunia. Sukuk ini diterbitkan baik oleh entitas pemerintah maupun swasta dari berbagai negara, menunjukkan daya tarik global dari pasar modal syariah Dubai.

Kedua bursa tersebut menyediakan pasar yang transparan dan efisien untuk berbagai produk keuangan syariah, seperti saham syariah, sukuk, reksa dana syariah, dan *Islamic Exchange-Traded Funds (ETFs)*. Kepatuhan terhadap syariah dijamin oleh *Shari'a Supervisory Board*, yang secara aktif memastikan bahwa seluruh kegiatan perdagangan tidak bertentangan dengan hukum Islam.

Struktur pasar modal di Dubai dikenal kompleks namun terorganisasi dengan baik. Ekosistem ini mencakup lembaga bursa, otoritas pengawas, pelaku pasar, serta penyedia jasa keuangan yang berperan membentuk sistem keuangan yang efisien, inklusif, dan kompetitif. Salah satu karakteristik penting dari struktur ini adalah adanya *dual regulatory framework* (kerangka regulasi ganda), yang memungkinkan integrasi antara pasar domestik dan internasional dalam satu wilayah geografis. Securities and Commodities Authority (SCA) mengatur pasar domestik dengan pendekatan serupa negara-negara Teluk lainnya, sedangkan Dubai Financial Services Authority (DFSA) mengadopsi standar internasional, seperti yang digunakan di Inggris dan negara-negara OECD.

Ciri lain yang menonjol dari pasar modal Dubai adalah komitmennya terhadap prinsip-prinsip syariah. Di DFM, seluruh efek yang diperdagangkan harus lolos seleksi dari *Shari'a Supervisory Board*, berdasarkan kriteria seperti jenis usaha, rasio keuangan, serta aktivitas pendanaan. Emiten yang bergerak di bidang yang dilarang dalam Islam seperti alkohol, perjudian, dan riba tidak dapat masuk ke dalam indeks syariah. Dengan kebijakan ini, DFM menjadi satu-satunya bursa di dunia yang menjalankan seluruh aktivitasnya sesuai dengan prinsip syariah.

Sementara itu, Nasdaq Dubai menawarkan berbagai produk investasi syariah seperti sukuk, reksa dana syariah, dan *Islamic Real Estate Investment Trusts (iREITs)*. Produk-produk ini disusun berdasarkan akad-akad Islam seperti ijarah, mudharabah, murabahah, dan wakalah. Produk tersebut banyak diminati oleh investor institusi dari berbagai kawasan, termasuk Asia Tenggara, Timur Tengah, dan Afrika Utara.

Inovasi teknologi juga menjadi daya tarik pasar modal Dubai. Beberapa terobosan penting antara lain layanan *e-IPO*, *e-dividend*, sistem perdagangan daring, hingga penerbitan *blockchain-based sukuk* yang menjamin transparansi serta efisiensi tinggi dalam proses transaksi dan pelunasan.

Keunggulan Dubai juga tercermin dari dukungan kebijakan makro dan regulasi yang pro-investasi. Pemerintah secara aktif menyediakan insentif fiskal, perlindungan hukum, serta perjanjian penghindaran pajak berganda dengan berbagai negara. Hal ini menjadikan pasar modal Dubai tidak hanya unggul dari sisi kepatuhan syariah, tetapi juga dari aspek profitabilitas dan keamanan hukum bagi investor global.

Secara umum, keunggulan struktur pasar modal syariah di Dubai dapat dirangkum dalam tiga aspek utama:

1. Segmentasi pasar yang jelas dan terfokus antara domestik dan internasional.
2. Pengawasan regulasi yang kredibel dan seimbang antara prinsip syariah dan standar internasional.
3. Komitmen terhadap inovasi dan pengembangan produk keuangan syariah yang kompetitif secara global.

Dubai juga memimpin dalam pengembangan produk-produk inovatif keuangan Islam. Beberapa di antaranya termasuk:

1. Green Sukuk: Seiring dengan meningkatnya kesadaran global mengenai pentingnya investasi berkelanjutan, Dubai memimpin penerbitan sukuk hijau, yang digunakan untuk membiayai proyek-proyek yang ramah lingkungan dan sesuai dengan prinsip syariah. Green sukuk ini menawarkan alternatif pembiayaan yang sesuai dengan nilai-nilai keberlanjutan (sustainability) dan dapat menjadi pilihan investasi yang sesuai dengan prinsip ESG (Environmental, Social, Governance).
2. Sustainable Sukuk: Selain green sukuk, Dubai juga terlibat dalam penerbitan sustainable sukuk, yang dirancang untuk mendukung pembangunan yang berkelanjutan dan memiliki dampak sosial yang positif. Sukuk jenis ini menjadi instrumen yang semakin populer di pasar global, mengingat minat yang besar terhadap investasi yang mendukung tujuan pembangunan berkelanjutan.
3. Islamic Exchange-Traded Funds (ETFs): Produk lain yang berkembang pesat di Dubai adalah ETF syariah, yang memungkinkan investor untuk membeli saham yang sudah dipilih secara cermat berdasarkan kriteria syariah melalui perdagangan saham di bursa. ETF ini memberikan peluang bagi investor untuk berinvestasi dalam saham yang mematuhi hukum syariah dengan biaya yang lebih rendah dan likuiditas yang lebih tinggi dibandingkan dengan reksa dana tradisional.
4. Sukuk Internasional: Nasdaq Dubai juga menjadi tempat penerbitan sukuk internasional yang menarik minat investor global. Ini menunjukkan bahwa pasar modal syariah di Dubai tidak hanya mengandalkan investor domestik, tetapi juga menarik perhatian dari pasar internasional yang lebih luas.

### **Regulasi Pasar Modal Syariah di Dubai**

Dubai merupakan salah satu pusat keuangan Islam global yang telah membangun infrastruktur regulasi pasar modal syariah secara sistematis, terstruktur, dan progresif. Sebagai bagian dari Uni Emirat Arab (UEA), Dubai tidak hanya menerapkan hukum federal, tetapi juga mengembangkan kerangka hukum otonom melalui kawasan keuangan khusus yang dikenal sebagai Dubai International Financial Centre (DIFC). Regulasi pasar modal syariah di Dubai mencerminkan pendekatan dualistik, yaitu sinergi antara hukum federal UEA, regulasi DIFC, dan adopsi standar internasional seperti AAOIFI (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions).

#### **1. Regulasi Utama Pasar Modal Syariah di Dubai**

##### **a. Federal Law No. 4 of 2000-Emirates Securities and Commodities Authority (ESCA)**

Regulasi pasar modal di tingkat federal UEA ditetapkan melalui Federal Law No. 4 of 2000, yang mendirikan Emirates Securities and Commodities Authority (SCA) sebagai otoritas pengatur pasar modal. SCA berfungsi sebagai lembaga pengawasan dan pengatur utama atas penerbitan efek,

perdagangan saham, serta pelaksanaan tata kelola emiten dan pelaku pasar. Walaupun regulasi ini bersifat umum dan tidak secara eksplisit menyebut instrumen syariah, namun SCA diberi wewenang untuk menyusun regulasi teknis terkait produk syariah, termasuk dalam aspek pengawasan, pelaporan, dan pengungkapan (disclosure) bagi emiten yang mengklaim kepatuhan syariah.

b. DIFC Law No. 1 of 2004 dan Otoritas DFSA

Di luar sistem hukum federal, Dubai International Financial Centre (DIFC) diberi kewenangan untuk menjalankan sistem hukum independen berbasis common law, melalui enactment hukum tersendiri, yakni DIFC Law No. 1 of 2004 (Regulatory Law) dan Markets Law No. 1 of 2012. Dalam kerangka ini, Dubai membentuk Dubai Financial Services Authority (DFSA) sebagai regulator independen untuk mengawasi sektor keuangan di wilayah DIFC, termasuk pasar modal syariah.

DFSA memiliki kewenangan untuk mengatur penerbitan efek, pengawasan lembaga keuangan, dan pengembangan kerangka kerja untuk produk syariah seperti sukuk, reksa dana syariah, dan instrumen derivatif yang sesuai syariah. Salah satu karakteristik utama dari pendekatan DFSA adalah keterbukaan terhadap inovasi dan pengembangan produk keuangan syariah yang berbasis prinsip fiqh muamalat modern.

c. Islamic Finance Rules (IFR)

DFSA mengadopsi kerangka Islamic Finance Rules (IFR) dalam DFSA Rulebook, yang mengatur secara rinci tentang struktur produk syariah, prinsip akuntansi dan pelaporan keuangan, hingga ketentuan pengawasan syariah. IFR menekankan pada penerapan standar AAOIFI, sehingga lembaga keuangan yang menerbitkan produk syariah wajib mematuhi standar fatwa, rasio keuangan, dan audit syariah sesuai kaidah yang telah ditetapkan. Ketatnya IFR menjadikan Dubai sebagai salah satu yurisdiksi yang paling disiplin dalam menjaga integritas pasar modal syariah.

2. Regulasi Pendukung dan Standar Internasional

a. Shariah Governance Framework (SGF) – DFSA

Untuk memperkuat integritas syariah dalam pasar modal, DFSA menerapkan Shariah Governance Framework (SGF) 2018, yang menjadi kerangka kerja tata kelola syariah bagi lembaga yang menerbitkan efek syariah. SGF menetapkan bahwa setiap perusahaan publik yang menawarkan produk syariah harus memiliki Shariah Supervisory Board (SSB), yakni dewan internal yang berfungsi mengkaji, mengawasi, dan memberikan fatwa terhadap produk dan aktivitas usaha.

Selain itu, perusahaan syariah juga diwajibkan menyampaikan Laporan Audit Syariah Tahunan kepada DFSA, dan seluruh proses kepatuhan harus terdokumentasi serta dapat diaudit secara independen. SGF juga mengatur bahwa lembaga keuangan syariah harus menyediakan pelatihan syariah secara berkala kepada manajemen dan direksi perusahaan, sehingga tidak hanya teknis fatwa, tetapi juga aspek etis maqashid syariah tetap dijaga.

b. Adopsi Standar AAOIFI

Salah satu kekuatan utama regulasi di Dubai adalah adopsi penuh terhadap standar internasional AAOIFI. Standar ini mencakup aspek struktur kontrak syariah (akad), ketentuan keuangan syariah, laporan keuangan syariah, dan tata kelola kelembagaan. Dalam konteks pasar modal, standar AAOIFI yang paling banyak digunakan antara lain:

- AAOIFI Shari'ah Standard No. 17 tentang Investment Sukuk
- AAOIFI Shari'ah Standard No. 21 tentang Financial Paper

- AAOIFI Governance Standard No. 1 tentang Shariah Supervisory Board

AAOIFI menetapkan kriteria teknis yang lebih ketat dibandingkan standar nasional di negara lain, misalnya dalam batas toleransi rasio pendapatan tidak halal dan batas maksimal utang berbasis bunga (riba). Selain itu, struktur sukuk harus didasarkan pada akad riil seperti ijarah, wakalah, atau mudarabah, dan dilarang menggunakan akad fiktif atau hybrid yang menimbulkan gharar atau syubhat.

### 3. Mekanisme Kepatuhan Syariah (Shari'a Compliance Mechanism)

Sistem pengawasan syariah di Dubai memiliki tiga lapisan utama:

- Internal Shari'a Supervisory Board (SSB) di setiap lembaga keuangan atau emiten syariah.
- Audit Syariah Eksternal yang dilakukan oleh pihak independen sesuai ketentuan DFSA.
- Pemantauan Regulator (DFSA dan DFM) terhadap pelaporan kepatuhan dan pengumuman fatwa produk.

Misalnya, Dubai Financial Market (DFM) menerbitkan Daftar Saham Syariah (Shari'a-Compliant Securities List) setiap kuartal, berdasarkan hasil pemeringkatan dari panel ulama syariah. Daftar ini menjadi acuan utama bagi investor untuk memilih saham-saham yang memenuhi kriteria syariah dalam aspek sektor usaha dan rasio keuangan.

### 4. Dukungan Regulator terhadap Inovasi

Dubai juga menerapkan prinsip sandbox regulasi, di mana inovasi dalam produk syariah seperti blockchain sukuk, green sukuk, dan digital Islamic finance dapat diuji di bawah pengawasan terbatas. DFSA Innovation Testing Licence (ITL) memberi kesempatan kepada pelaku industri untuk menguji produk berbasis teknologi seperti smart contracts dan distributed ledger, dengan tetap memastikan kesesuaiannya terhadap prinsip syaria

Regulasi pasar modal syariah di Dubai mencerminkan kombinasi ideal antara ketegasan hukum, kepatuhan terhadap syariah, dan dukungan terhadap inovasi. Dengan mengintegrasikan hukum federal UEA, sistem hukum DIFC, dan standar AAOIFI, Dubai berhasil membentuk ekosistem pasar modal syariah yang kredibel, transparan, dan inklusif bagi investor global. Pendekatan ini menjadikan Dubai sebagai model yuridis dan institusional yang layak diadopsi oleh negara-negara lain dalam pengembangan pasar modal syariah.

**Tabel 2 Regulasi Pasar Modal Syariah di Dubai**

| No | Kategori                | Regulasi / Kebijakan                                      | Isi Pokok                                                                                                                                        |
|----|-------------------------|-----------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1  | Regulasi Umum           | Federal Law No. 4 of 2000                                 | Membentuk <i>Securities and Commodities Authority (SCA)</i> sebagai otoritas pasar modal UEA secara umum, termasuk pengawasan atas efek syariah. |
| 2  | Hukum Wilayah DIFC      | DIFC Law No. 1 of 2004 dan Markets Law No. 1 of 2012      | Mendirikan <i>Dubai Financial Services Authority (DFSA)</i> , regulator independen dengan pendekatan <i>common law</i> .                         |
| 3  | Regulasi Produk Syariah | Islamic Finance Rules (IFR) – DFSA Rulebook               | Mengatur struktur produk syariah, prinsip pelaporan, audit syariah, dan penggunaan standar AAOIFI secara penuh.                                  |
| 4  | Tata Kelola Syariah     | Shariah Governance Framework (SGF)-DFSA                   | Menetapkan kewajiban pembentukan <i>Shariah Supervisory Board (SSB)</i> , laporan audit syariah, dan pelatihan syariah internal secara berkala.  |
| 5  | Standar Internasional   | Adopsi penuh terhadap Standar AAOIFI (SS 17, SS 21, GS 1) | Menerapkan standar ketat dalam aspek kontrak, rasio keuangan, dan akuntabilitas syariah.                                                         |

|   |                          |                                           |                                                                                                                                                            |
|---|--------------------------|-------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 6 | Pengawasan Saham Syariah | Daftar Saham Syariah-DFM                  | Diterbitkan kuartalan oleh <i>Dubai Financial Market (DFM)</i> berdasarkan evaluasi ulama atas sektor usaha dan rasio keuangan perusahaan.                 |
| 7 | Mekanisme Pengawasan     | Internal SSB, Audit Eksternal, DFSA & DFM | Tiga lapis pengawasan untuk memastikan kepatuhan syariah produk pasar modal.                                                                               |
| 8 | Dukungan Inovasi Syariah | Innovation Testing Licence (ITL)-DFSA     | Memberi ruang bagi pengujian <i>blockchain sukuk</i> , <i>green sukuk</i> , dan <i>digital Islamic finance</i> di dalam sandbox regulasi berbasis syariah. |

### Komparasi Regulasi Pasar Modal Syariah Indonesia dan Dubai

Regulasi pasar modal syariah di Indonesia dan Dubai menunjukkan dua pendekatan berbeda dalam membangun sistem keuangan syariah modern: Indonesia dengan pendekatan integratif antara sistem hukum nasional dan fatwa ulama, sementara Dubai mengadopsi pendekatan dualistik berbasis common law dengan pelibatan standar internasional seperti AAOIFI. Meskipun memiliki perbedaan sistemik, keduanya sama-sama berupaya membangun ekosistem pasar modal yang sesuai syariah, kompetitif secara global, serta adaptif terhadap perkembangan teknologi dan inovasi produk keuangan.

#### 1. Dasar Hukum dan Struktur Kelembagaan

Regulasi pasar modal syariah di Indonesia dan Dubai sama-sama berada dalam kerangka hukum nasional, namun memiliki pendekatan yang berbeda secara struktural. Di Indonesia, regulasi pasar modal syariah disusun berdasarkan sistem hukum nasional yang bersumber dari civil law tradition dan bercorak sektoral di mana UU No. 8 Tahun 1995 menjadi dasar utama pasar modal, dan UU No. 21 Tahun 2011 mengatur kelembagaan OJK. Keduanya memberikan ruang formal bagi pengembangan instrumen syariah, meski pada awalnya bersifat inklusif terhadap sistem konvensional.

Sebaliknya, Dubai menerapkan sistem dualistik dan otonom, dengan perbedaan antara sistem hukum federal UEA dan kawasan keuangan bebas (DIFC) yang memiliki hukum berbasis common law Anglo-Saxon. Ini memberikan fleksibilitas luar biasa dalam pembentukan regulasi, khususnya yang inovatif. Dubai Financial Services Authority (DFSA) sebagai regulator independen di DIFC memiliki otoritas penuh atas pengembangan produk, penegakan hukum, dan pengawasan syariah, tanpa harus bergantung pada kebijakan pemerintah pusat.

Sistem hukum di Dubai lebih fleksibel dan progresif dibanding Indonesia. Otonomi regulatif DIFC dan pendekatan common law memungkinkan adaptasi cepat terhadap perubahan global dan inovasi teknologi. Indonesia, meski telah menempuh reformasi kelembagaan melalui OJK, masih terhambat oleh birokrasi regulatif dan pendekatan hukum sektoral yang kaku. Diperlukan reformasi yang lebih dinamis dalam aspek kelembagaan dan otonomi regulatif untuk mengejar Dubai.

#### 2. Fatwa dan Pengawasan Syariah

Indonesia mengandalkan fatwa-fatwa DSN-MUI yang kemudian diadopsi ke dalam regulasi teknis OJK. Model ini menciptakan sistem fatwa yang relatif seragam secara nasional. Dewan Pengawas Syariah (DPS) berperan di tingkat lembaga sebagai pengawas internal, namun belum memiliki standar nasional yang mengikat dari segi pelaporan syariah, mekanisme audit, maupun kualifikasi personalia.

Sebaliknya, Dubai mengadopsi standar internasional AAOIFI dan menerapkan Islamic Finance Rules (IFR) serta Shariah Governance Framework (SGF) secara ketat. Seluruh lembaga keuangan syariah wajib memiliki Shari'a Supervisory Board (SSB) dan menyampaikan laporan audit syariah tahunan yang dapat diaudit secara independen. Ini menumbuhkan akuntabilitas dan transparansi yang jauh lebih tinggi.

Dubai jauh lebih unggul dalam menstandarkan mekanisme pengawasan syariah. Penegakan standar internasional seperti AAOIFI menciptakan integritas sistem yang lebih kuat, serta meningkatkan kepercayaan investor global. Indonesia perlu mendorong standardisasi nasional terhadap DPS, penguatan kapasitas audit syariah, dan pelaporan syariah yang setara dengan IFR dan SGF. Ketergantungan penuh pada fatwa DSN tanpa standar pelaporan yang komprehensif menjadikan pengawasan di Indonesia relatif lemah.

### 3. Regulasi Produk dan Inovasi

Indonesia telah memiliki regulasi yang cukup baik terkait daftar efek syariah (POJK No. 15/2015), sukuk (POJK No. 19/2015), dan unit usaha syariah (POJK No. 61/2017). Namun, regulasi cenderung bersifat reaktif dan belum menyentuh instrumen inovatif seperti security token, green sukuk, maupun digital Islamic assets. Penyusunan fatwa dan regulasi teknis membutuhkan waktu panjang akibat alur birokratis.

Di sisi lain, Dubai sangat terbuka terhadap financial innovation. DFSA menerapkan regulatory sandbox yang disebut Innovation Testing Licence (ITL), di mana perusahaan fintech dapat menguji coba produk seperti smart sukuk, DLT-based instruments, atau blockchain Islamic finance secara terbatas sebelum diluncurkan secara umum. Pendekatan ini menjadikan Dubai sebagai pionir dalam integrasi syariah dan teknologi.

Kelemahan utama Indonesia adalah lambannya respons terhadap perkembangan teknologi keuangan syariah. Dubai memberikan contoh nyata bahwa prinsip syariah tidak harus konservatif dalam praktik, tetapi justru dapat menjadi katalis inovasi melalui pendekatan maqashid dan fiqh muamalah kontemporer. Indonesia perlu merancang regulatory sandbox syariah nasional dan mendorong DSN-MUI melakukan ijtihad lebih progresif terhadap produk-produk baru.

### 4. Harmonisasi Hukum Nasional dan Prinsip Syariah

Regulasi di Indonesia menunjukkan upaya serius dalam mengharmonisasikan prinsip syariah ke dalam sistem hukum nasional. Hal ini tercermin dalam konversi fatwa menjadi regulasi OJK, peran DPS di lembaga keuangan, dan kolaborasi antara DSN-MUI dan otoritas negara. Namun demikian, harmonisasi ini sering kali menghasilkan kompromi, terutama dalam kasus produk hybrid atau yang mendekati batas syubhat.

Dubai menggunakan model pembagian yurisdiksi, di mana produk syariah secara eksklusif diatur oleh DFSA di bawah prinsip-prinsip fiqh dan standar AAOIFI tanpa intervensi hukum konvensional. Ini memungkinkan fatwa memiliki posisi hukum yang mengikat, bukan sekadar pertimbangan etik.

Harmonisasi di Indonesia patut diapresiasi sebagai bentuk inkorporasi nilai-nilai Islam dalam sistem hukum nasional. Namun perlu digarisbawahi bahwa kompromi berlebihan dapat menurunkan otentisitas prinsip syariah, khususnya dalam instrumen yang ambigu (gharar) atau bercampur unsur riba. Dubai memberikan model alternatif: bukan dengan kompromi, tetapi dengan pembedaan yurisdiksi yang tegas antara sistem syariah dan konvensional.

### 5. Literasi, SDM, dan Ekosistem Syariah

Indonesia menghadapi tantangan berat dalam hal literasi pasar modal syariah, baik dari sisi investor, pelaku industri, maupun regulator. Minimnya SDM yang menguasai sekaligus fiqh muamalah dan instrumen pasar modal membuat kebijakan seringkali tidak presisi. Program edukasi publik dari OJK dan DSN-MUI masih belum masif.

Dubai menempatkan edukasi sebagai bagian dari kewajiban lembaga syariah, termasuk pelatihan berkala terhadap manajemen dan direksi. Hal ini diatur dalam SGF, yang mewajibkan lembaga menyediakan pelatihan maqashid syariah dan prinsip tata kelola etis dalam bisnis syariah.

Dubai menunjukkan bahwa tata kelola syariah bukan sekadar regulasi teknis, tetapi juga harus berorientasi pada penguatan nilai. Indonesia harus mendorong literasi yang tidak hanya berbasis hukum dan produk, tetapi juga mendalam secara etika Islam. Tanpa SDM yang kuat dan kesadaran maqashid, pasar modal syariah hanya akan menjadi kosmetik dari sistem konvensional.

Perbandingan antara Indonesia dan Dubai menunjukkan kontras mendasar dalam pendekatan regulatif, kelembagaan, inovasi, dan nilai. Dubai unggul dalam sistem regulasi yang fleksibel, standardisasi syariah internasional, dukungan penuh terhadap inovasi, dan tata kelola syariah yang transparan. Indonesia unggul dalam harmonisasi hukum nasional dan integrasi fatwa ke dalam sistem legal formal.

Namun, untuk menjadi pusat keuangan syariah global, Indonesia perlu melakukan beberapa lompatan penting:

- Menerapkan standardisasi nasional pengawasan syariah setara AAOIFI.
- Membangun regulatory sandbox syariah berbasis teknologi.
- Memperkuat institusi pendidikan dan pelatihan syariah keuangan.
- Mendorong ijtihad progresif dari DSN-MUI terhadap produk-produk baru.
- Meningkatkan akuntabilitas fatwa dan laporan audit syariah.

Jika Dubai menempatkan *syariah sebagai sistem*, maka Indonesia masih melihatnya sebagai *sub-sistem*. Pergeseran paradigma ini penting untuk menjadikan pasar modal syariah bukan hanya “alternatif”, melainkan sebagai arsitektur utama sistem keuangan masa depan.

**Tabel 3 komparasi regulasi pasar modal syariah Indonesia dan Dubai**

| Aspek                                      | Indonesia                                                                                                  | Dubai                                                                                                         |
|--------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Pendekatan Umum                            | Pendekatan integratif antara sistem hukum nasional (civil law) dan sektoral (UU Pasar Modal, UU OJK)       | Pendekatan dualistik dengan sistem common law dan standar syariah internasional (AAOIFI).                     |
| Dasar Hukum dan Struktur Kelembagaan       | UU No. 8 Tahun 1995 (Pasar Modal), UU No. 21 Tahun 2011 (OJK). Sistem sektoral dan birokratis.             | Sistem hukum DIFC berbasis common law; DFSA memiliki otonomi penuh sebagai regulator.                         |
| Kelebihan Kelembagaan                      | Harmonisasi antara hukum nasional dan syariah; integrasi fatwa ke dalam regulasi.                          | Fleksibilitas regulatif tinggi; cepat beradaptasi terhadap inovasi teknologi global.                          |
| Peran Fatwa Syariah dan Pengawasan Syariah | Fatwa DSN-MUI menjadi dasar regulasi OJK. DPS di tiap lembaga tapi belum distandardisasi nasional.         | Menerapkan standar AAOIFI, IFR, SGF. Wajib ada Shari'a Supervisory Board (SSB) dan audit syariah independen.  |
| Kelemahan Pengawasan Syariah               | Belum ada pelaporan syariah yang transparan; kualitas DPS tidak seragam.                                   | Sharia Supervisory Board (SSB) wajib; audit syariah independen dan transparan                                 |
| Regulasi Produk Syariah                    | Diatur melalui POJK terkait sukuk, efek syariah, reksa dana syariah; cenderung konvensionalisasi syariah.  | Pengawasan syariah kuat, transparan, dan akuntabel secara internasional.                                      |
| Regulasi dan Inovasi Produk                | POJK mengatur sukuk, daftar efek syariah, dan reksa dana syariah. Namun lamban terhadap inovasi teknologi. | Regulatory sandbox (Innovation Testing Licence - ITL); mendukung smart sukuk, blockchain, dan security token. |
| Pendekatan terhadap Inovasi                | Cenderung reaktif; lambat dalam respons terhadap fintech syariah.                                          | Proaktif; mengintegrasikan maqashid dengan teknologi untuk produk mutakhir.                                   |

|                                           |                                                                                                                                        |                                                                                                                |
|-------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Harmonisasi Hukum dan Prinsip Syariah     | Upaya harmonisasi melalui konversi fatwa ke regulasi formal. Namun kompromi sering terjadi dalam produk hybrid.                        | Pembagian yurisdiksi tegas. Fatwa bersifat mengikat sebagai dasar hukum syariah yang berdiri sendiri.          |
| Nilai dan Otentisitas Syariah             | Cenderung kompromis; potensi pelanggaran prinsip syariah dalam produk campuran.                                                        | Menjaga otentisitas prinsip syariah dengan yuridiksi eksklusif dan tidak bercampur dengan sistem konvensional. |
| Literasi & SDM Syariah                    | Rendah; belum banyak SDM yang memahami fiqh muamalah dan pasar modal secara mendalam.                                                  | SGF mewajibkan pelatihan maqashid dan etika syariah untuk direksi dan manajemen secara berkala.                |
| Edukasi dan Sosialisasi                   | Program OJK dan DSN-MUI masih terbatas. Kurang merata dan tidak terintegrasi.                                                          | Edukasi menjadi kewajiban lembaga. Pelatihan syariah dilakukan secara sistematis dan terstruktur.              |
| Posisi Global dan Strategi Jangka Panjang | Fokus pada inklusi dan pertumbuhan domestik. Belum menjadi pusat syariah global.                                                       | Menargetkan posisi sebagai pusat keuangan syariah internasional dengan strategi agresif.                       |
| Tantangan Utama                           | Birokrasi regulatif, ketergantungan pada fatwa DSN, keterlambatan inovasi, kurangnya SDM syariah.                                      | Kebutuhan menjaga integritas di tengah arus liberalisasi keuangan global.                                      |
| Rekomendasi untuk Indonesia               | Standardisasi nasional DPS, regulatory sandbox syariah, ijtihad progresif DSN-MUI, pelatihan SDM, dan peningkatan akuntabilitas fatwa. | Dapat dijadikan model untuk fleksibilitas, transparansi, dan inovasi berlandaskan maqashid syariah.            |
| Kesimpulan                                | Indonesia: Syariah sebagai sub-sistem dalam hukum nasional.                                                                            | Dubai: Syariah sebagai sistem utama dengan kekuatan hukum independen.                                          |

## KESIMPULAN

Pasar modal syariah merupakan salah satu pilar penting dalam sistem keuangan Islam modern yang bertujuan menyediakan alternatif investasi yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Dalam implementasinya, pasar modal syariah memerlukan dukungan regulasi yang komprehensif dan konsisten, baik dari sisi hukum positif maupun norma syariah. Regulasi tersebut harus mampu menciptakan sistem yang menjamin keterbukaan, keadilan, dan kepatuhan syariah dalam setiap aspek transaksi pasar modal.

Di Indonesia, regulasi pasar modal syariah telah berkembang cukup baik. Hal ini tercermin dari keberadaan berbagai regulasi seperti Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, Peraturan OJK, serta fatwa-fatwa DSN-MUI yang mengatur berbagai produk dan mekanisme transaksi syariah. Selain itu, lembaga-lembaga seperti OJK, BEI, dan DSN-MUI berperan aktif dalam menciptakan ekosistem pasar modal syariah yang kondusif. Namun demikian, tantangan seperti rendahnya literasi masyarakat, keterbatasan sumber daya manusia syariah yang kompeten, serta masih perlunya peningkatan kepatuhan terhadap prinsip-prinsip syariah masih menjadi persoalan yang perlu mendapat perhatian.

Sementara itu, Dubai berhasil membangun ekosistem pasar modal syariah yang terintegrasi dan berstandar internasional. Peran lembaga-lembaga seperti DFSA dan Nasdaq Dubai sangat menonjol dalam mendorong penerapan prinsip syariah dalam transaksi pasar modal. Selain itu, komitmen pemerintah Dubai dalam menjadikan kota tersebut sebagai pusat ekonomi Islam global memberikan dorongan besar terhadap penguatan regulasi dan inovasi produk-produk syariah yang kompetitif di pasar internasional.

Perbandingan antara Indonesia dan Dubai menunjukkan bahwa meskipun keduanya sama-sama memiliki komitmen terhadap pengembangan pasar modal syariah, pendekatan yang diambil memiliki karakteristik tersendiri. Indonesia cenderung mengembangkan sistem yang berbasis pada fatwa dan

pengawasan syariah domestik, sedangkan Dubai lebih fokus pada integrasi antara sistem hukum dan regulasi internasional dengan prinsip syariah.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa keberhasilan pasar modal syariah sangat ditentukan oleh kualitas regulasi, kekuatan institusional, dan dukungan kebijakan strategis dari pemerintah. Indonesia dapat mengambil pelajaran dari Dubai dalam hal pembangunan infrastruktur hukum dan keuangan syariah yang terintegrasi secara global, sementara Dubai juga dapat belajar dari pendekatan Indonesia yang berbasis fatwa dan lokalitas syariah. Sinergi kedua pendekatan ini diharapkan dapat mendorong penguatan pasar modal syariah secara berkelanjutan di tingkat global.

## DAFTAR PUSTAKA

- Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions. (2021). *Shari'ah Standards for Islamic Financial Institutions*. Manama: AAOIFI.
- Ali, S. S. (2021). Islamic Capital Market Structures: A Case Study of the UAE. *Journal of Islamic Banking and Finance*, 9(2).
- Antonio, M. S. (2001). *Bank Syariah: Dari Teori ke Praktik*. Jakarta: Gema Insani.
- Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia. (2001). *Fatwa No. 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksa Dana Syariah*.
- Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia. (2003). *Fatwa No. 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Pasar Modal*.
- Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia. (2011). *Fatwa No. 80/DSN-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek*.
- Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia. (2020). *Fatwa No. 135/DSN-MUI/V/2020 tentang Saham Syariah*.
- Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia. (2020). *Fatwa No. 135/DSN-MUI/V/2020 tentang Saham Syariah*.
- Dubai Financial Market. (2023). *List of Shari'a Compliant Securities*. DFM Official Reports.
- Dubai Financial Market. (2023). *Shari'a Compliance Standards and Listed Securities*. DFM Official Report.
- Dubai Financial Market. (2023). *Shari'a Rules and Listing Guidelines*. Official Publication.
- Dubai Financial Services Authority. (2018). *Shariah Governance Framework 2018*. Official DFSA Publications.
- Dubai Financial Services Authority. (2022). *Innovation Testing Licence (ITL) Framework*. DFSA Innovation Hub.
- Dubai Financial Services Authority. (2022). *Islamic Finance in DIFC: Regulatory Framework and Standards*.
- Dubai Financial Services Authority. (2022). *Islamic Finance Rules (IFR)*. Dubai Financial Services Authority Rulebook.
- Dubai International Financial Centre. (n.d.). *Regulatory Law No. 1 of 2004 dan Markets Law No. 1 of 2012*. <https://www.difc.ae>.
- Fatimah, R., & Suherman, A. (2020). Urgensi Pasar Modal Syariah dalam Meningkatkan Ekonomi Umat.

- Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan*, 7(1), 81-92.
- Gulf Bond and Sukuk Association. (2022). *Islamic Capital Markets in the UAE: Market Overview and Opportunities*.
- Nasdaq Dubai. (n.d.). Sukuk Listings Overview. <https://www.nasdaqdubai.com/>.
- Nasution, F., & Ismail, M. (2021). Peran Sukuk Negara Ritel (SUKRI) dalam Pembangunan Nasional. *Jurnal Ekonomi Islam Indonesia*, 11(1).
- Otoritas Jasa Keuangan. (2015). *Peraturan OJK No. 15/POJK.04/2015 tentang Daftar Efek Syariah*.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2015). *Peraturan OJK No. 19/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk*.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2015). *SEOJK No. 15/SEOJK.04/2015 tentang Tata Cara Penerbitan Daftar Efek Syariah*.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2017). *Peraturan OJK No. 61/POJK.04/2017 tentang Unit Pengelolaan Investasi Syariah*.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2021). *Buku Edukasi Pasar Modal Syariah*. Jakarta: OJK.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2021). *Pasar Modal Syariah: Edukasi dan Informasi*. Jakarta: OJK.
- Rifai, A. (2020). Peran Bursa Efek Indonesia dalam Pengembangan Pasar Modal Syariah. *Jurnal Ekonomi Islam Nusantara*, 4(2).
- Soemitra, A. (2009). *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah*. Jakarta: Kencana.
- Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan, Pasal 6.
- Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, Pasal 1 ayat (5).
- United Arab Emirates. (2000). *Federal Law No. 4 of 2000 on the Emirates Securities and Commodities Authority (ESCA)*. Official Gazette of UAE.
- Wibowo, A., & Huda, N. (2016). *Pasar Modal Syariah: Teori dan Praktik di Indonesia*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- World Bank & Dubai Economy. (2021). *Fintech and the Future of Islamic Finance in the MENA Region*.
- Zuhdi, M., & Zakaria, M. (2020). Implementasi Prinsip Syariah dalam Pasar Modal di Indonesia. *Jurnal Al-Muzara'ah*, 8(2).
- Zulfikar, M. (2021). Urgensi DPS dalam Tata Kelola Pasar Modal Syariah. *Jurnal Iqtishaduna*, 10(1).