

**ANALISIS KOMPARATIF REGULASI DAN FATWA DALAM SCREENING
SAHAM SYARIAH: STUDI INVESTASI ISLAMI ANTARA INDONESIA DAN
MALAYSIA**

Syamsul Wathoni¹, Hafisuddin Aritonang², Zulhaji Ismail³, Khaerul Muttakin⁴

^{1,2,3,4} Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta

¹124203011084@student.uin-suka.ac.id, ²hafisuddinaritonang@gmail.com

ABSTRACT

This research aims to comparatively analyze the relationship between religious fatwas and state regulations in the Sharia stock screening system in Indonesia and Malaysia. Using a qualitative approach and juridical-normative method, this research is supported by three theoretical frameworks: legal pluralism, normative authority, and comparative law. The results show that Indonesia applies a dualistic model where the DSN-MUI fatwa serves as a moral reference, which is then partially accommodated by OJK regulations. In contrast, Malaysia adopts an integrative approach through the SAC-SC, which functions as an official state institution with legally binding authority. Significant differences are also found in the financial indicators, where Malaysia sets stricter debt and non-halal income ratio limits consistent with international standards such as AAOIFI. These findings reflect the different epistemological and institutional approaches to internalizing Shariah principles into the capital market system. This research contributes to the study of Islamic economic law by offering a new understanding of the ideal form of relationship between regulation and fatwa in supporting the integrity and legitimacy of Islamic capital markets.

Keyword: Sharia Shares, Regulation, Fatwa

ABSTRAK

Pasar modal syariah di negara Muslim berkembang pesat dengan saham syariah sebagai instrumen utama yang disaring berdasarkan prinsip syariah. Indonesia mengadopsi model dualistik melalui DSN-MUI (fatwa) dan OJK (regulasi), sedangkan Malaysia lebih terpusat lewat SC dan SAC-SC. Perbedaan indikator *screening*, seperti batas utang berbunga dan pendapatan non-halal, mencerminkan variasi kelembagaan, fiqh, dan hukum nasional. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis secara komparatif relasi antara fatwa keagamaan dan regulasi negara dalam sistem *screening* saham syariah di Indonesia dan Malaysia. Dengan menggunakan jenis penelitian kualitatif dan pendekatan yuridis-normatif, penelitian ini didukung oleh tiga kerangka teori: pluralisme hukum, otoritas normatif, dan hukum komparatif. Hasil menunjukkan bahwa Indonesia menerapkan model dualistik di mana fatwa DSN-MUI berfungsi sebagai rujukan moral yang kemudian diakomodasi sebagian oleh regulasi OJK. Sebaliknya, Malaysia mengadopsi pendekatan integratif melalui SAC-SC yang berfungsi sebagai lembaga resmi negara dengan kewenangan mengikat secara hukum. Perbedaan juga ditemukan dalam indikator keuangan, di mana Malaysia menetapkan batas rasio utang dan

pendapatan non-halal yang lebih ketat dan konsisten dengan standar internasional seperti AAOIFI. Temuan ini mencerminkan perbedaan pendekatan epistemologis dan kelembagaan dalam menginternalisasi prinsip syariah ke dalam sistem pasar modal. Penelitian ini memberikan kontribusi pada kajian hukum ekonomi Islam dengan menawarkan pemahaman baru tentang bentuk hubungan ideal antara regulasi dan fatwa dalam mendukung integritas dan legitimasi pasar modal syariah.

Kata Kunci: Saham Syariah, Regulasi, Fatwa

A. Pendahuluan

Perkembangan pasar modal syariah di berbagai negara muslim merupakan fenomena signifikan dalam arus globalisasi ekonomi Islam kontemporer, mencerminkan upaya integratif untuk menerapkan prinsip-prinsip syariah dalam sistem keuangan modern (Prandawa et al., 2022). Salah satu instrumen utama dalam pasar ini adalah saham syariah, yang ditetapkan melalui proses penyaringan (screening) berdasarkan kriteria syariah yang mencakup aktivitas usaha, struktur keuangan, dan sumber pendapatan emiten. Dalam proses ini, fatwa keagamaan dan regulasi negara memegang peran sentral dalam membentuk kerangka normatif dan operasional investasi syariah (Khasanah, 2022). Di Indonesia, sinergi antara Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) sebagai otoritas fatwa dan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) sebagai regulator pasar

menciptakan sistem dualistik yang saling melengkapi dalam menentukan kelayakan saham syariah. Sebaliknya, Malaysia menerapkan model kelembagaan yang lebih terpusat melalui *Securities Commission* (SC) dan *Shariah Advisory Council* (SAC-SC), yang mengemban otoritas ganda dalam aspek regulatif dan penetapan syariah. Perbedaan pendekatan ini menunjukkan adanya variasi dalam kelembagaan dan metode normatif yang digunakan dalam penyaringan saham syariah, sekaligus merefleksikan fleksibilitas ijtihad dan dinamika hukum Islam dalam merespons tantangan ekonomi modern (Huda & Suseno, 2023).

Perbedaan pendekatan tersebut tidak hanya bersifat konseptual, tetapi juga tercermin dalam data empiris yang menunjukkan dinamika pertumbuhan pasar modal syariah di masing-masing negara. Hingga akhir tahun 2024, Otoritas Jasa Keuangan (OJK)

mencatat lebih dari 500 emiten yang tercantum dalam Daftar Efek Syariah (DES) di Indonesia (Tanin et al., 2023). Di sisi lain, *Securities Commission* (SC) Malaysia melalui *Shariah Advisory Council* (SAC-SC) menerbitkan *List of Shariah-Compliant Securities* yang mencakup sekitar 750 perusahaan. Walaupun kedua negara mengacu pada prinsip syariah sebagai dasar seleksi, terdapat perbedaan substansial dalam indikator screening yang digunakan, seperti batas toleransi rasio utang berbasis bunga, proporsi pendapatan non-halal, serta klasifikasi sektor usaha (Rehan et al., 2023). Perbedaan ini menunjukkan bahwa penerapan prinsip-prinsip syariah dalam pasar modal tidak bersifat seragam, melainkan sangat dipengaruhi oleh struktur kelembagaan, pendekatan fiqh, dan dinamika hukum nasional masing-masing. Implikasinya adalah studi komparatif antara Indonesia dan Malaysia menjadi penting untuk memahami bagaimana prinsip dan nilai Islam dioperasionalkan dalam kebijakan investasi yang berbeda secara struktural dan normatif (Muryanto, 2023).

Sejumlah penelitian sebelumnya telah membahas aspek-aspek dari sistem *screening* saham syariah. Ronaan Maulana Basuki (2025) melakukan analisis terhadap efektivitas Daftar Efek Syariah Indonesia dan menunjukkan adanya keterbatasan dalam sinkronisasi antara fatwa DSN-MUI dan implementasi regulasi OJK. Penelitian lain oleh Naqiah (2022) menelaah pendekatan hukum syariah dalam pasar modal Malaysia dan menegaskan peran dominan *Shariah Advisory Council* dalam menetapkan standar kepatuhan syariah secara lebih formal dan sistematis. Sementara itu, studi komparatif oleh Alwi (2025) membandingkan prinsip *screening* saham di lima negara anggota OIC dan menemukan bahwa meskipun terdapat kerangka umum yang sama, seperti pelarangan riba dan gharar namun perbedaan dalam lembaga pengawas dan indikator rasio menciptakan disparitas praktik yang cukup signifikan antarnegara. Ketiga penelitian tersebut cenderung bersifat normatif atau teknis dalam lingkup nasional, dan belum secara mendalam menyoroti relasi antara regulasi dan fatwa sebagai dua sistem normatif yang berinteraksi dalam

membentuk mekanisme *screening* saham syariah. Di sinilah letak gap penelitian yang menjadi dasar pentingnya studi ini: perlunya analisis komparatif lintas negara yang tidak hanya melihat perbedaan teknis indikator syariah, tetapi juga memahami interaksi antara otoritas hukum negara dan otoritas keagamaan dalam kerangka pluralisme hukum pasar modal Islam.

Secara teoretis, penelitian ini berlandaskan pada Teori Pluralisme Hukum (Griffiths, 1986), yang menyatakan bahwa dalam masyarakat modern, terdapat lebih dari satu sistem hukum yang hidup berdampingan dan saling berinteraksi yakni hukum negara dan hukum agama. Teori ini memperkuat analisis terhadap posisi fatwa dalam sistem hukum pasar modal syariah yang tidak selalu memiliki kekuatan mengikat secara yuridis, tetapi diakui secara moral dan sosial (Yilmaz, 2024). Teori Otoritas Normatif Joseph Raz digunakan untuk memahami bagaimana legitimasi fatwa atau lembaga syariah memperoleh kepercayaan publik dan memengaruhi kebijakan negara (Samour, 2021). Sedangkan Teori Komparatif Hukum (Zweigert & Kötz) digunakan untuk

mengkaji kesamaan dan perbedaan antara struktur hukum dan kebijakan negara dalam sistem investasi Islam antara Indonesia dan Malaysia (Monateri, 2023).

Penelitian ini memiliki kebaruan (*novelty*) berupa analisis komparatif yang menekankan pada hubungan antara regulasi dan fatwa dalam mekanisme *screening* saham syariah sebuah pendekatan yang belum banyak dibahas dalam literatur akademik secara menyeluruh. Penelitian ini tidak hanya membandingkan standar teknis *screening*, tetapi juga menelaah secara mendalam dinamika otoritas normatif dan kontekstualisasi hukum Islam dalam dua sistem negara yang berbeda, yakni Indonesia dan Malaysia. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis dan membandingkan sistem *screening* saham syariah di Indonesia dan Malaysia, dengan fokus pada standar kepatuhan yang digunakan, peran lembaga otoritas (baik negara maupun keagamaan), serta hubungan antara fatwa dan regulasi dalam membentuk mekanisme investasi syariah. Melalui pendekatan ini, diharapkan dapat ditemukan model relasi normatif yang ideal antara

hukum positif dan prinsip-prinsip Islam dalam sistem pasar modal kontemporer.

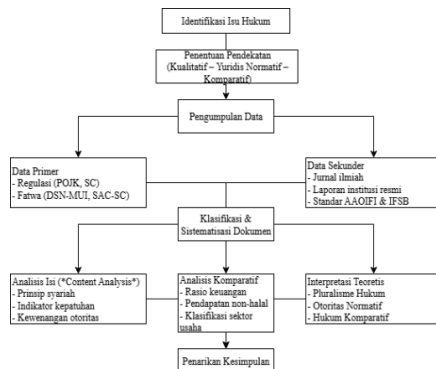
B. Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode kualitatif dengan pendekatan yuridical-normative bersifat komparatif untuk mengkaji perbedaan sistem screening saham syariah di Indonesia dan Malaysia, dengan menempatkan regulasi negara dan fatwa keagamaan sebagai sumber norma utama yang membentuk praktik investasi syariah. Pengumpulan data dilakukan melalui studi dokumentasi terhadap bahan hukum primer yang meliputi peraturan perundang-undangan, regulasi pasar modal, serta fatwa resmi lembaga otoritatif, seperti Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 17/POJK.04/2015, fatwa Dewan Syariah Nasional–Majelis Ulama Indonesia, pedoman Bursa Efek Indonesia, *Guidelines on Shariah-Compliant Securities*, dan resolusi *Shariah Advisory Council* di bawah *Securities Commission* Malaysia. Bahan hukum sekunder diperoleh dari artikel jurnal ilmiah, laporan institusi resmi, serta standar internasional seperti *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial*

Institutions dan *Islamic Financial Services Board* yang relevan dengan tata kelola dan kepatuhan syariah pasar modal. Seluruh dokumen yang terkumpul kemudian diklasifikasikan berdasarkan jenis norma, ruang lingkup pengaturan, serta fungsi kelembagaan masing-masing otoritas. Analisis data dilakukan melalui content analysis terhadap substansi normatif regulasi dan fatwa untuk mengidentifikasi prinsip syariah, indikator kepatuhan, serta pola relasi otoritas yang terbentuk, dilanjutkan dengan analisis komparatif atas rasio keuangan, sumber pendapatan, dan klasifikasi sektor usaha yang digunakan dalam mekanisme *screening* saham syariah di kedua negara. Kerangka analisis dipandu oleh Teori Pluralisme Hukum untuk membaca interaksi antara hukum negara dan hukum agama, Teori Otoritas Normatif untuk menilai legitimasi dan kekuatan pengaruh fatwa dalam sistem hukum positif, serta Teori Hukum Komparatif untuk membandingkan struktur regulasi dan model kelembagaan antara Indonesia dan Malaysia secara sistematis dan terukur.

Gambar 1. Flowchart
Penelitian Analisis Komparatif

Screening Saham Syariah di Indonesia dan Malaysia



C. Hasil Penelitian dan Pembahasan

a. Standar Kepatuhan Syariah dalam Screening Saham Syariah

Kepatuhan terhadap prinsip-prinsip syariah merupakan dasar dalam pembentukan dan operasionalisasi pasar modal Islam, yang bertujuan mewujudkan sistem keuangan yang etis, adil, dan bebas dari unsur yang dilarang dalam syariat. Dalam konteks investasi saham, kepatuhan syariah tidak semata-mata ditentukan oleh niat pemilik modal, melainkan ditelaah secara menyeluruh berdasarkan struktur bisnis, aktivitas operasional, serta kondisi keuangan emiten yang terlibat (Abdurrohman Akbar et al., 2023). Proses ini diwujudkan melalui mekanisme *screening* yang ketat, yang bertumpu pada prinsip-prinsip

utama hukum Islam, seperti pelarangan riba (bunga), gharar (ketidakpastian), dan maysir (spekulasi atau judi), sekaligus melarang keterlibatan dalam sektor-sektor usaha yang dikategorikan haram, seperti alkohol, pornografi, perjudian, dan produk berbasis babi (Sa'adah, 2022). Dengan demikian, sistem pasar modal syariah bukan hanya berperan sebagai instrumen ekonomi, tetapi juga sebagai manifestasi nilai-nilai normatif Islam dalam ranah keuangan modern, yang menuntut integritas hukum, etika bisnis, dan kepatuhan spiritual secara bersamaan (Cholili et al., 2024).

Dari sisi normatif, terdapat perbedaan mendasar antara pendekatan Indonesia dan Malaysia dalam menetapkan standar kepatuhan syariah terhadap instrumen saham di pasar modal. Di Indonesia, kerangka normatif dibentuk melalui sinergi antara fatwa Dewan Syariah Nasional–Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) sebagai otoritas keagamaan dan regulasi Otoritas Jasa Keuangan (OJK) sebagai otoritas negara, menciptakan model dualistik yang saling melengkapi (Amadeo, 2025). Regulasi ini secara formal dituangkan dalam Peraturan

OJK No. 17/POJK.04/2015, yang mendasari penerbitan Daftar Efek Syariah (DES). Sementara itu, fatwa DSN-MUI No. 135/DSN-MUI/V/2020 memberikan pedoman substantif bahwa sebuah perusahaan hanya dapat dikategorikan sebagai syariah apabila memenuhi tiga kriteria utama: pertama, tidak menjalankan usaha yang bertentangan dengan prinsip syariah, seperti yang terkait alkohol, judi, dan riba; kedua, total utang berbasis bunga tidak boleh melebihi 45% dari total aset; dan ketiga, pendapatan non-halal tidak boleh melebihi 10% dari total pendapatan usaha (Munawiroh & Rumawi, 2022). Standar ini menunjukkan pendekatan yang relatif akomodatif terhadap kondisi dan struktur ekonomi nasional, sekaligus mencerminkan fleksibilitas fiqh dalam menghadapi dinamika ekonomi kontemporer. Dalam konteks ini, Indonesia mengadopsi toleransi keuangan yang lebih tinggi dibandingkan dengan negara seperti Malaysia, yang memberlakukan ambang batas lebih ketat, sehingga mempertegas adanya keberagaman normatif dalam penerapan prinsip syariah di pasar modal global (Sabila, 2024).

Sementara itu, di Malaysia, peran *Securities Commission* (SC) dan *Shariah Advisory Council* (SAC-SC) bersifat lebih terpusat dan terintegrasi dalam membentuk sistem kepatuhan syariah di pasar modal. Tidak seperti pendekatan dualistik di Indonesia, model kelembagaan Malaysia memberikan kewenangan normatif dan regulatif secara bersamaan kepada SAC-SC dalam merumuskan dan menetapkan kriteria saham syariah. SAC-SC mengadopsi pendekatan yang lebih restriktif dan ketat, baik dari sisi kualitatif maupun kuantitatif (Razali et al., 2023). Secara normatif, pendapatan dari aktivitas yang tidak sesuai dengan prinsip syariah, seperti riba, perjudian, atau produk haram lainnya, dibatasi maksimal hanya 5% dari total pendapatan usaha. Sementara itu, secara finansial, rasio total utang berbasis bunga terhadap total aset tidak boleh melebihi 33%, yang lebih rendah dibandingkan toleransi yang berlaku di Indonesia. Selain itu, Malaysia juga menerapkan indikator tambahan berupa rasio kas dan piutang berbasis bunga, yang tidak boleh melebihi 33%, menandakan adanya kehati-hatian ekstra dalam menjamin kesucian struktur keuangan emiten

(Wahyono, 2023). Standar evaluasi yang lebih komprehensif ini mencerminkan kecenderungan Malaysia untuk membangun sistem pasar modal syariah yang lebih mandiri dan sejajar dengan prinsip-prinsip ideal fiqh muamalah klasik, sekaligus menegaskan orientasi normatif yang lebih konservatif namun konsisten dengan nilai-nilai dasar syariah (Tanin et al., 2023).

Jika dibandingkan dengan standar internasional seperti AAOIFI dan IFSB, maka model Malaysia cenderung lebih selaras. AAOIFI menetapkan batas utang berbasis bunga maksimal 30–33%, dan pendapatan tidak halal tidak boleh lebih dari 5%, sama seperti ketentuan SAC-SC (Ayedh et al., 2019). Sedangkan standar DSN-MUI lebih longgar dalam hal rasio utang dan pendapatan non-halal. IFSB tidak secara spesifik memberikan angka rasio, namun lebih fokus pada prinsip kehati-hatian dan stabilitas sistem keuangan syariah, yang sejalan dengan peran regulator negara. Selain rasio keuangan, klasifikasi sektor usaha menjadi komponen penting dalam proses screening (Fatmawati et al., 2022). Di kedua negara, sektor seperti minuman keras,

perjudian, pornografi, riba, serta industri berbasis babi merupakan sektor terlarang. Namun demikian, terdapat perbedaan pendekatan dalam hal interpretasi dan klasifikasi. Malaysia, misalnya, memiliki proses evaluasi yang lebih terstruktur dengan audit berkala oleh SAC-SC, sedangkan di Indonesia, tanggung jawab evaluasi berada di tangan OJK dengan referensi pada fatwa DSN-MUI (Zakri et al., 2018).

Perbedaan-perbedaan tersebut menggambarkan tidak hanya variasi angka, tetapi juga model relasi normatif yang berbeda. Indonesia mengadopsi sistem dualisme normatif, di mana fatwa dan regulasi berjalan secara paralel dan saling menguatkan, sementara Malaysia mengintegrasikan fatwa ke dalam sistem hukum formal negara melalui otoritas tunggal SC-SAC (Adeyemi & Tekdoğan, 2024). Dalam perspektif Teori Pluralisme Hukum seperti yang dikemukakan oleh John Griffiths (1986), kondisi ini menunjukkan bahwa dalam masyarakat modern, terdapat lebih dari satu sistem hukum yang hidup berdampingan yakni hukum negara dan hukum agama dan keduanya tidak selalu berada dalam hubungan subordinatif, tetapi sering

berinteraksi dalam bentuk koordinatif ataupun integratif. Pendekatan Indonesia mencerminkan model koeksistensi antara hukum negara dan hukum agama, sedangkan Malaysia lebih condong ke arah institusionalisasi hukum Islam dalam perangkat hukum positif (Fabra-Zamora, 2022).

Tabel 1. Standar Kepatuhan Syariah

Komponen	Indonesia (OJK & DSN-MUI)	Malaysia (SC & SAC-SC)
Sumber Rujukan Syariah	Fatwa DSN-MUI, terutama Fatwa No. 135/DSN-MUI/V/2020	Resolusi <i>Shariah Advisory Council</i> (SAC) – SC
Rasio Utang Berbasis Bunga	Maksimal 45% dari total aset	Maksimal 33% dari total aset
Pendapatan Non-Halal	Maksimal 10% dari total pendapatan perusahaan	Maksimal 5% dari total pendapatan perusahaan
Rasio Kas dan Piutang Konvensional	Tidak dihitung secara spesifik	Maksimal 33% dari total aset (kas dan piutang berbasis

		konvensional)
Klasifikasi Sektor Usaha	Dilarang : sektor haram (alkohol, judi, riba, dll.)	Dilarang: sektor haram (alkohol, judi, riba, dll.)
Metode Evaluasi	Kualitatif dan kuantitatif (berbasis laporan keuangan & jenis usaha)	Kualitatif dan kuantitatif (lebih sistematis dan terdokumentasi)

b. Peran Otoritas Regulasi dalam Menetapkan Saham Syariah

Otoritas regulasi berperan sebagai penentu arah, penjaga integritas, dan pengawal prinsip syariah dalam struktur pasar modal syariah. Dalam konteks saham syariah, peran mereka sangat menentukan, karena dari sinilah tercipta sistem yang menjamin bahwa seluruh kegiatan investasi dan transaksi berjalan sesuai dengan nilai-nilai Islam. Fungsi utama mereka bukan hanya administratif, tetapi juga normatif, edukatif, dan strategis (Trizuwani, 2025).

1. Peran Normatif: Menjaga Kepatuhan terhadap Prinsip Syariah

Peran paling mendasar dari otoritas regulasi adalah menetapkan dan menafsirkan norma-norma

syariah dalam konteks pasar modal modern. Di Indonesia, peran ini dijalankan oleh DSN-MUI yang menerbitkan fatwa sebagai dasar hukum syariah, sementara OJK bertugas menerjemahkan fatwa tersebut ke dalam regulasi teknis (Neni Hardiati & Hasan Bisri, 2021). Di Malaysia, peran serupa dijalankan oleh *Shariah Advisory Council* (SAC) di bawah naungan *Securities Commission Malaysia* (SC). Kedua otoritas ini berperan sebagai penafsir otoritatif yang menjembatani teks-teks fikih klasik dengan realitas ekonomi kontemporer. Keberadaan mereka menjamin bahwa proses seleksi saham syariah tidak dilakukan sembarangan, tetapi berdasarkan penilaian mendalam terhadap kesesuaian dengan prinsip muamalah Islam (Kamaruddin et al., 2024).

2. Peran Institusional: Menyusun dan Menerbitkan Daftar Saham Syariah

Otoritas regulasi juga bertugas sebagai lembaga kurasi dan validasi dalam menyusun daftar saham syariah. Proses ini melibatkan seleksi ketat berdasarkan pedoman syariah yang telah disepakati. Hasilnya, diterbitkan secara periodik Daftar Efek Syariah (Indonesia) atau *List of Shariah-Compliant Securities*

(Malaysia) yang menjadi acuan resmi bagi investor dan pelaku pasar (Hasnah Haron et al., 2022). Fungsi ini sangat penting karena menciptakan standarisasi dan kepastian hukum, sehingga investor tidak perlu menafsirkan sendiri mana saham yang halal atau haram, tetapi cukup mengikuti pedoman dari otoritas yang sah dan berkompeten (Isa & Sari, 2020).

3. Peran Pengawasan: Menjaga Konsistensi dan Akuntabilitas Emiten

Selain menetapkan, otoritas regulasi juga memiliki peran sebagai pengawas kepatuhan berkelanjutan. Perusahaan yang telah masuk dalam daftar saham syariah tetap diawasi secara periodik. Jika terjadi penyimpangan dari prinsip syariah, otoritas dapat memberikan sanksi, mengeluarkan perusahaan dari daftar, atau meminta penyesuaian strategi bisnis. Hal ini menunjukkan bahwa pasar modal syariah bukan sistem satu kali seleksi, melainkan mekanisme yang terus dijaga dan diawasi secara aktif, mencerminkan nilai istikamah (konsistensi syariah) dalam praktik ekonomi (Khasanah, 2022).

4. Peran Edukasi dan Sosialisasi

Otoritas regulasi juga memainkan peran penting dalam edukasi publik dan literasi keuangan syariah. Melalui seminar, publikasi, kampanye digital, hingga kerja sama dengan akademisi dan lembaga keuangan, mereka memperluas pemahaman masyarakat terhadap saham syariah. Di Indonesia, OJK kerap menyelenggarakan kegiatan seperti *Sharia Investment Week* atau Edukasi Pasar Modal Syariah di kampus-kampus. Di Malaysia, SC melalui inisiatif *InvestSmart* secara aktif mempromosikan investasi syariah dengan pendekatan inklusif dan berbasis teknologi. Peran ini sangat strategis dalam membangun basis investor yang sadar syariah, serta menciptakan lingkungan pasar modal yang lebih etis dan partisipatif (Naqiah, 2022).

5. Peran Strategis dan Pengembangan Ekosistem

Terakhir, otoritas regulasi berperan sebagai arsitek ekosistem keuangan syariah nasional. Mereka tidak hanya mengatur secara teknis, tetapi juga merancang kebijakan jangka panjang untuk memperkuat daya saing pasar modal syariah dalam perekonomian nasional maupun global. Termasuk di dalamnya

pengembangan instrumen baru, integrasi dengan keuangan syariah lainnya (seperti sukuk dan reksa dana syariah), serta kolaborasi dengan lembaga internasional. Peran ini menunjukkan bahwa keberadaan otoritas regulasi bukan sekadar pelaksana hukum, tetapi agen transformasi ekonomi syariah yang menjadikan pasar modal sebagai instrumen keadilan, transparansi, dan keberlanjutan sesuai maqashid syariah (Alwi, 2025).

c. Relasi antara Regulasi dan Fatwa dalam Sistem Pasar Modal Syariah

Relasi antara regulasi negara dan fatwa keagamaan dalam sistem pasar modal syariah mencerminkan dinamika interaksi antara hukum positif dan norma-norma syariah sebagai sumber otoritas moral dalam masyarakat Muslim (Ronaan Maulana Basuki, 2025). Dalam kerangka ini, Teori Otoritas Normatif yang dikembangkan oleh Joseph Raz menjadi relevan untuk menjelaskan bagaimana otoritas keagamaan seperti DSN-MUI di Indonesia dan SAC-SC di Malaysia memperoleh legitimasi untuk memberikan arahan normatif yang diikuti oleh masyarakat maupun lembaga negara. Menurut Raz, suatu otoritas bersifat sah

(*legitimate*) ketika ia mampu memberikan alasan yang lebih baik bagi individu untuk bertindak dibanding jika mereka bertindak sendiri (Gaido, 2021). Dalam konteks ini, fatwa-fatwa yang dikeluarkan oleh lembaga syariah memperoleh otoritas karena dipercaya sebagai representasi autentik dari prinsip-prinsip Islam yang rasional, dapat diandalkan, dan memiliki nilai praktis dalam kehidupan modern, termasuk di sektor pasar modal (Alam, 2021).

Di Indonesia, relasi antara fatwa dan regulasi dibangun atas dasar koordinasi institusional. DSN-MUI, sebagai otoritas fatwa non-pemerintah, menetapkan standar syariah yang dijadikan rujukan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dalam menyusun regulasi pasar modal syariah, seperti tercermin dalam POJK No. 17/POJK.04/2015. Karakter fatwa di Indonesia bersifat non-binding dan advisory, sehingga status hukumnya tidak otomatis mengikat secara legal (Renie, 2021). Namun, berdasarkan Teori Otoritas Normatif, keberadaan DSN-MUI tetap memperoleh kepercayaan publik karena dianggap memiliki otoritas keilmuan dan moral untuk menentukan keabsahan suatu

aktivitas ekonomi dari sudut pandang syariah. OJK kemudian mengadopsi sebagian dari substansi fatwa tersebut menjadi bagian dari kebijakan resmi, menjadikan fatwa berfungsi secara semi-legal melalui mekanisme negara (Handayani et al., 2023).

Malaysia, Sebaliknya menerapkan model relasi yang lebih terintegrasi antara otoritas fatwa dan regulator. *Shariah Advisory Council* (SAC-SC) yang berada di bawah naungan *Securities Commission* (SC) memiliki status hukum yang formal dan legal, sebagaimana diatur dalam *Capital Markets and Services Act 2007*. Resolusi SAC-SC tidak hanya menjadi acuan normatif, tetapi langsung menjadi bagian dari hukum positif yang mengikat (Mustafa & Rahman, 2023). Pendekatan ini menunjukkan bahwa otoritas normatif tidak hanya bergantung pada kepercayaan masyarakat, tetapi juga dilembagakan dalam sistem hukum negara. Dalam bingkai teori Raz, ini menunjukkan bentuk otoritas normatif yang dilegalisasi (*legalized authority*), di mana fatwa tidak sekadar memberikan alasan rasional bagi masyarakat, tetapi juga mengatur tindakan melalui perangkat hukum formal (Harel, 2024).

Untuk menjelaskan perbedaan sistem hukum dan struktur kelembagaan ini, digunakan Teori Komparatif Hukum dari Zweigert dan Kötz, yang menekankan pentingnya melihat sistem hukum dari aspek institusi, metode, sumber hukum, dan nilai dasar yang dianut (Palmer, 2024). Berdasarkan pendekatan ini, Indonesia menganut model pluralisme hukum dualistik, di mana hukum agama (fatwa) dan hukum negara (regulasi) hidup berdampingan dan berinteraksi secara koordinatif. Model ini bersifat adaptif dan membuka ruang partisipasi masyarakat sipil, namun memerlukan mekanisme harmonisasi antarotoritas yang kuat (Muhammad Rais & Harya Pramata, 2024). Sementara itu, Malaysia merepresentasikan sistem integrasi hukum, di mana prinsip-prinsip syariah secara langsung dilembagakan dalam struktur hukum negara. Hal ini memungkinkan efisiensi dalam perumusan kebijakan dan kepastian hukum yang tinggi, tetapi dengan risiko sentralisasi otoritas keagamaan dalam satu entitas negara (Shahrul & Ishak, 2025).

Dengan menggunakan kedua teori ini, dapat dipahami bahwa relasi

antara regulasi dan fatwa tidak hanya berkaitan dengan dimensi legal-formal, tetapi juga menyangkut otoritas moral dan legitimasi sosial. Fatwa menjadi efektif bukan hanya karena ditetapkan oleh ulama, tetapi karena ia dipercaya dan diadopsi oleh lembaga negara sebagai bagian dari sistem hukum. Dalam konteks ini, keberhasilan relasi antara regulasi dan fatwa ditentukan oleh kemampuan masing-masing negara dalam mengelola pluralitas hukum dan merumuskan struktur kelembagaan yang menjamin legitimasi normatif dan kepastian hukum secara bersamaan (Menchik, 2022). Untuk mengetahui perbandingan relasi fatwa dan regulasi dalam pasar modal syariah Indonesia dan Malaysia dapat dilihat pada tabel 2 dibawah ini.

Tabel 2. Perbandingan Relasi Fatwa dan Regulasi dalam Pasar Modal Syariah Indonesia dan Malaysia

Aspek	Indonesia	Malaysia
Lembaga Otoritas Syariah	DSN-MUI (Dewan Syariah Nasional - Majelis Ulama Indonesia)	SAC-SC (Shariah Advisory Council – securities commission)

Status Kelembagaan	Swasta (independen dari negara, berafiliasi dengan MUI)	Lembaga resmi negara di bawah <i>Securities Commission</i> (SC)
Fungsi Fatwa	Memberikan fatwa syariah yang dijadikan rujukan oleh OJK	Mengeluarkan fatwa yang bersifat final dan mengikat dalam hukum positif
Integrasi dengan Regulasi Negara	Tidak langsung – fatwa diadopsi ke dalam regulasi OJK	Langsung – fatwa SAC menjadi bagian dari regulasi resmi SC
Kekuatan Hukum Fatwa	Mengikat secara moral dan diakomodasi dalam peraturan OJK	Mengikat secara legal dan dapat digunakan dalam putusan pengadilan
Model Hubungan Fatwa–Regulasi	Kompleks (berjalan berdampingan)	Integratif (melebur dalam sistem regulasi)
Kepastian Hukum	Cenderung fleksibel, namun potensi tumpang tindih regulasi	Lebih tinggi karena satu pintu dan bersifat mengikat
Kelebihan	Lebih adaptif terhadap pluralitas	Konsistensi dan kepastian hukum

	pemahaman syariah	yang kuat dalam ekosistem pasar modal syariah
Kekurangan	Potensi disharmoni antara fatwa dan kebijakan regulator	Kurang fleksibel terhadap pendekatan syariah alternatif di luar SAC

D. Kesimpulan

Penelitian ini menunjukkan bahwa sistem *screening* saham syariah di Indonesia dan Malaysia dibentuk oleh konfigurasi relasi antara otoritas fatwa dan lembaga regulasi negara yang berbeda secara struktural maupun fungsional. Indonesia mengadopsi model dualisme normatif, di mana fatwa DSN-MUI berfungsi sebagai rujukan moral dan keagamaan yang diakomodasi secara selektif oleh OJK ke dalam regulasi pasar modal. Sementara itu, Malaysia menerapkan sistem integratif melalui SAC-SC yang berperan sebagai bagian dari struktur legal negara dan memiliki kewenangan fatwa yang mengikat secara hukum. Perbedaan ini menciptakan dampak pada mekanisme seleksi saham, tingkat

kepastian hukum, serta model legitimasi syariah yang diterapkan. Selain itu, indikator teknis seperti rasio utang dan pendapatan non-halal juga menunjukkan perbedaan signifikan, di mana Malaysia lebih ketat dan konsisten dengan standar internasional seperti AAOIFI dan IFSB.

Temuan ini memberikan kontribusi teoretis terhadap kajian hukum ekonomi syariah, khususnya dalam memahami bagaimana pluralisme hukum dan otoritas normatif berperan dalam membentuk ekosistem pasar modal syariah yang sah, kredibel, dan berkelanjutan. Studi ini juga menegaskan bahwa keselarasan antara fatwa dan regulasi menjadi faktor kunci dalam menjaga integritas dan daya saing investasi Islami. Untuk penelitian selanjutnya, disarankan agar kajian diperluas ke arah dimensi empiris seperti persepsi investor, efektivitas pengawasan syariah, serta dampak model normatif terhadap performa indeks saham syariah, baik secara nasional maupun regional. Pendekatan lintas negara berbasis data kuantitatif juga dapat digunakan untuk memperkuat analisis terhadap relasi hukum dan ekonomi

dalam praktik pasar modal Islam kontemporer.

DAFTAR PUSTAKA

Buku :

- Gaido, P. (2021). Between authority and interpretation: The scope of morality in Raz's account of law. In *Conceptual jurisprudence* (pp. 225–238). Springer.
https://doi.org/10.1007/978-3-030-78803-2_13
- Monateri, P. G. (2023). Comparative law and the style of legal systems. In *Europe in law and literature* (pp. 15–26). De Gruyter.
<https://doi.org/10.1515/9783111075693-003>
- Yilmaz, I. (2024). Sharia's significance for Western Muslims. In *Sharia as informal law* (pp. 1–25). Routledge.
<https://doi.org/10.4324/9781003482604-1>

Disertasi:

- Samour, N. (2021). *Judge and jurisconsult: Coercive and persuasive authority in Islamic law* (Doctoral dissertation). Humboldt-Universität zu Berlin.
<https://doi.org/10.18452/22264>

Jurnal :

- Abdurrohman Akbar, F. M., Rosidta, A., & Lazuardi, A. (2023). Evaluasi kinerja reksa dana syariah: Studi kasus pasar modal syariah Indonesia. *An Nawawi*, 3(2), 87–96.
<https://doi.org/10.55252/annawawi.v3i2.37>

- Adeyemi, I. B., & Tekdoğan, Ö. F. (2024). Understanding the screening criteria for Shariah-compliant stocks. *Adam Akademi Sosyal Bilimler Dergisi*, 14(2), 371–395.
<https://doi.org/10.31679/adamakademi.1415744>
- Alam, M. K. (2021). Rationality of fourth party in legitimacy theory: Shariah governance of Islamic financial institutions. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 12(3), 418–438.
<https://doi.org/10.1108/JIABR-08-2019-0154>
- Alwi, A. H. (2025). Studi komparatif investasi konvensional dan syariah di pasar modal. *Indonesia Economic Journal*, 1(1), 92–99.
<https://doi.org/10.63822/4pdb9498>
- Amadeo, D. D. (2025). Analisis perspektif hukum ekonomi syariah dalam pembiayaan sindikasi oleh bank. *Jurnal Multidisiplin Ilmu Akademik*, 2(4), 242–254.
- Ayedh, A. M. A., Shaharuddin, A., & Kamaruddin, M. I. H. (2019). Shariah screening methodology: Does it really Shariah compliance? *IQTISHADIA*, 12(2), 144–162.
<https://doi.org/10.21043/iqtishadia.v12i2.5573>
- Basuki, R. M. (2025). Analisis konsep ekonomi syariah: Studi kasus kritik Yusuf Mansur terhadap praktik perbankan syariah. *Al-Zayn: Jurnal Ilmu Sosial & Hukum*, 3(2), 530–551.
<https://doi.org/10.61104/alz.v3i2.1086>
- Cholili, A., Muslih, I., & Maghfiroh, A. (2024). The perspective of maqashid al-sharia theory in the formulation of DSN fatwas on stocks. *Islamic Micro Finance Journal*, 1(1), 11–21.
- Fabra-Zamora, J. L. (2022). The conceptual problems arising from legal pluralism. *Canadian Journal of Law and Society*, 37(1), 155–175.
<https://doi.org/10.1017/cls.2021.39>
- Fatmawati, D., Ariffin, N. M., Abidin, N. H. Z., & Osman, A. Z. (2022). Shariah governance in Islamic banks: Practices, practitioners and praxis. *Global Finance Journal*, 51, 1–39.
<https://doi.org/10.1016/j.gfj.2020.100555>
- Handayani, N. S., Aprianoro, M. S., & Al-Husnayaini, M. (2023). The strategic role of DSN-MUI in developing Islamic economic law. *Al-Iktisab: Journal of Islamic Economic Law*, 7(1), 1–25.
<https://doi.org/10.21111/aliktisab.v7i1.9297>
- Harel, A. (2024). Raz on authority. *Rechtsphilosophie*, 10(1), 26–37.
<https://doi.org/10.5771/2364-1355-2024-1-26>
- Haron, H., So, I. G., Gui, A., Sari, S. A., Ramli, N. M., & Jamil, N. N. (2022). The relationship between Islamic corporate governance, human governance, usage of information technology and sustainability reporting. *International Journal of Business and Society*, 23(3), 1443–1461.
<https://doi.org/10.33736/ijbs.5174.2022>
- Huda, E. N., & Suseno, P. (2023). Comparative analysis of Sharia stock screening methods in

- Indonesia, Malaysia, and the United States. *Maliki Islamic Economics Journal*, 3(1), 1–18. <https://doi.org/10.18860/miec.v3i1.19808>
- Isa, M., & Sari, B. (2020). Penerapan prinsip pasar modal syariah yang terindeks di lembaga Otoritas Jasa Keuangan Indonesia. *Jurnal Hukum Ekonomi Syariah*, 3(1), 1–27.
- Kamaruddin, M. I. H., Salleh, S., Shafii, Z., Hanefah, M. M., & Zakaria, N. (2024). Exploring Shariah governance practices in Islamic co-operatives in Malaysia. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 14(3), 89–96. <https://doi.org/10.32479/ijefi.16048>
- Khasanah, U. (2022). Pengaturan dan peran pengawasan Otoritas Jasa Keuangan terhadap screening saham pasar modal syariah. *Journal of Law and Policy Transformation*, 6(2), 1–19. <https://doi.org/10.37253/jlpt.v6i2.4952>
- Menchik, J. (2022). The politics of the fatwa: Islamic legal authority in modern Indonesia. *Indonesia*, (114), 75–97. <https://doi.org/10.1353/ind.2022.0012>
- Munawiroh, A., & Rumawi, R. (2022). Implementasi pasar modal syariah: Fenomena saham. *Jurnal Hukum & Pembangunan*, 52(2), 516–531.
- Muryanto, Y. T. (2023). The urgency of Sharia compliance regulations for Islamic fintechs. *Journal of Financial Crime*, 30(5), 1264–1278. <https://doi.org/10.1108/JFC-05-2022-0099>
- Mustafa, A., & Rahman, A. A. (2023). The significance of ijtihad in takaful business: Case study in Malaysia. *European Journal of Islamic Finance*, (10), 9–19. <https://doi.org/10.13135/2421-2172/6266>
- Naqiah, Z. (2022). Perbandingan kualitas audit perbankan syariah di Malaysia dan Indonesia. *Labatila: Jurnal Ilmu Ekonomi Islam*, 6(1), 15–39.
- Razali, F. I., Saad, N. M., & Mohamed, Z. (2023). Shariah screening methodology in Malaysia: Before and after the revision. *European Proceedings of Finance and Economics*, 1, 342–352. <https://doi.org/10.15405/epfe.23081.30>
- Renie, E. (2021). The urgency of fatwa in the law of Sharia economics in Indonesia. *Juris: Jurnal Ilmiah Syariah*, 20(2), 201–208. <https://doi.org/10.31958/juris.v20i2.4059>
- Tanin, T. I., Ahmad, A. U. F., & Muneeza, A. (2023). Shariah-compliant equities and Shariah screening. *International Journal of Emerging Markets*, 18(2), 296–315. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-09-2020-1041>
- Trizuwani, S. (2025). Fintech syariah dalam mendistribusikan produk keuangan Islam. *JEIPS: Jurnal Ekonomi Islam dan Perbankan Syariah*, 5(1), 745–761.
- Wahyono, B. (2023). Do political connections affect the market reaction to firms' inclusion in the Sharia index? *Eurasian Business Review*, 13(4), 835–854.

<https://doi.org/10.1007/s40821-023-00249-0>

Zakri, A. S. I., Razak, S. H. A., & Tahir, Z. A. M. (2018). Comparison of methodologies of Shari'ah stock screening. *International Journal of Business Forecasting and Marketing Intelligence*, 4(4), 458–470.

<https://doi.org/10.1504/IJBFMI.2018.095161>