

## VOLATILITAS SAHAM SYARIAH (ANALISIS ATAS JAKARTA ISLAMIC INDEX)

---

Todi Kurniawan\*)

### Pendahuluan

Islamisasi Pasar modal yang telah diperjuangkan oleh beberapa kalangan akhir akhir ini, telah memainkan beberapa peran penting yang mengubah topography dari sektor keuangan. Hal ini telah menjadi sumber utama dari pertumbuhan pasar modal syariah, dimana produk-produk dan pelayanan pasar modal telah diperhatikan untuk diubah menjadi produk-produk dan pelayanan pasar modal syariah. Indeks Islam atau Indeks syariah telah mengambil tempat pada proses Islamisasi pasar modal dan menjadi awal dari pengembangan pasar modal syariah.

Beberapa Indeks besar Islam didunia seperti Dow Jones Islamic Market Index (DJMI), RHB syariah Index, Kuala Lumpur Syariah Index (dll) telah berkembang dan telah mulai populer diantara komunitas muslim yang memiliki komitmen dengan prinsip prinsip Islam dalam menjalankan dan manajemen investasi mereka. Karena indeks indeks tersebut diciptakan dengan beberapa batasan-batasan untuk produk produk investasi sesuai dengan syariah. Bahkan Non Muslim juga ikut masuk berinvestasi di Indeks Islam ini walaupun ada batasan batasannya.

Indeks Islam atau Indeks syariah ini juga telah membantu institusi untuk menginvestasikan kelebihan dananya di investasi yang sesuai dengan syariah ini. Oleh karena itu Bank Islam, Takaful, dan lembaga keuangan syariah lainnya memiliki alternatif untuk menginvestasikan dana mereka dan mendistribusikan keuntungan mereka kepada nasabah nasabah mereka. Di Indonesia Indeks islam telah ada. Kita mengenal Jakarta Islamic Index (JII). Indeks tersebut dikeluarkan oleh Bursa Efek Jakarta (yang kini telah menjadi Bursa Efek Indonesia). Ada 30 Emiten yang masuk perhitungan JII, yang dievaluasi setiap 6 bulan. Penentuan komponen Indeks setiap bulan Januari dan Juli.

JII mensyaratkan saham dengan jenis usaha utama yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah dan sudah tercatat lebih dari tiga bulan kecuali termasuk dalam 10 kapitalisasi besar. Pemilihan saham berdasarkan laporan keuangan tahunan atau tengah tahun berakhir yang memiliki rasio kewajiban terhadap aktiva maksimal sebesar 90%. Selanjutnya 60 saham dari susunan saham diatas berdasarkan urutan rata rata kapitalisasi pasar terbesar selama satu tahun terakhir. JII juga memilih 30 saham dengan urutan berdasarkan tingkat likuiditas rata rata nilai perdagangan regular selama satu tahun terakhir.

---

\*) Reserach & Project Management Division, KARIM Business Consulting

### Proses panjang sebuah seleksi

Seperti yang kita ketahui bahwa perbedaan fundamental antara syariah/Islamic index dan index-index yang lain adalah seluruh saham-saham yang tergabung dalam index ini harus sesuai dengan syariah atau yang lebih dikenal dengan *shariah compliant*. Sehingga dengan jelas dan mudah kita akan mengambil kesimpulan bahwa hubungannya ada pada saham screening. Screening ini diperlukan untuk menentukan apakah saham-saham tersebut bisa disebut dengan saham “halal”.

Untuk menyeleksi suatu saham apakah saham tersebut bisa dikategorikan sebagai saham syariah, bisa dilakukan dengan 2 pendekatan. Pendekatan pertama bisa kita kategorikan sebagai pendekatan jual beli. Kita bisa mengambil pendekatan ini dengan asumsi bahwa saham adalah asset dan dalam jual beli ada pertukaran asset ini dengan uang. Atau kita juga bisa mengasumsikan dan juga bisa kita kategorikan sebagai sebagai sebuah kerja sama yang memakai prinsip bagi hasil (profit-loss sharing).

Pendekatan yang kedua adalah pendekatan yang berdasarkan ciri dasar sebuah aktivitas keuangan atau produksi. Dengan menggunakan pendekatan produksi ini, sebuah saham bisa diklaim sebagai saham yang halal ketika produksi dari barang dan jasa yang dilakukan oleh perusahaan bebas dari element-element yang haram yang secara explicit disebut di dalam Al-Quran seperti riba, Judi, Minuman yang memabukkan, zina, babi dan semua turunan-turunannya.

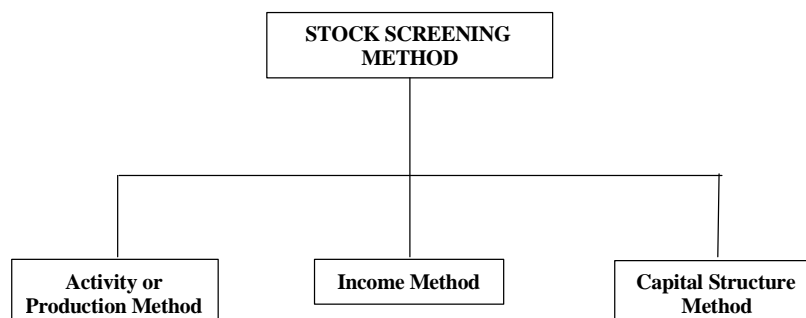
Sehingga semua perusahaan yang menjalankan bisnisnya dan berhubunga dengan aktivitas-aktivitas yang disebutkan diatas tidak akan pernah bisa dikategorikan sebagai perusahaan yang memiliki saham syariah. Akan tetapi pendekatan diatas adalah pendekatan yang sangat dasar dan sangat fundamental. Dan hal ini belum cukup untuk menseleksi saham saham syariah ini. Ada metode-metode lain yang ditambahkan untuk melengkapi apakah saham tersebut bisa dikategorikan sebagai saham-saham syariah.

Adapun metode-metode tersebut yang pertama adalah metode pendapatan (Income Method). Metode ini lebih melihat pada pendapatan yang diperoleh oleh perusahaan tersebut. Ketika ada pendapatan yang diperoleh dari Bunga (interest) maka secara umum kita bisa mengatakan bahwa saham perusahaan tersebut tidak syariah karena masih ada unsur riba disana. Oleh karena itu seluruh pendapatan yang didapat oleh perusahaan harus terhindar dan bebas dari bunga atau interest.

Metode yang kedua yang bisa dilakukan adalah mode struktur modal (Capital Structure Method) yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Hal ini sebenarnya cukup sederhana. Kita hanya melihat ratio hutang terhadap modal atau yang lebih dikenal dengan debt/equity ratio. Dengan melihat ratio ini maka kita akan mengetahui jumlah hutang yang digunakan untuk modal atas perusahaan ini. Semakin besar ratio ini semakin besar juga ketergantungan modal terhadap hutang. Akan tetapi untuk saat ini bagi perusahaan agak sulit untuk membuat ratio ini nol, atau sama sekali tidak ada hutang atas modal. Oleh karena itu ada toleransi-toleransi atau batasan batasan seberapa besar “Debt to Equity ratio” ini. Dan masing masing syariah Index didunia ini berbeda dalam penetapan hal ini. Namun secara keseluruhan kurang dari 45% bisa diklaim sebagai perusahaan yang memiliki saham syariah.

Tiga metodologi diatas hanyalah sebuah guideline pada seleksi sebuah saham apakah bisa dikategorikan sebagai saham syariah atau tidak dan lebih dikenal dengan pendekatan legal. Dan ciri khas dari ketiga metodologi ini adalah qualitative. Dalam arti yang luas bisa kita katakana bahwa proses ini adalah proses pertama pada syariah stock screening. Proses berikutnya diserahkan kepada regulator masing-masing.

Gambar 1. Metodologi screening saham



### Volatilitas

Setelah saham saham yang terseleksi berdasarkan prinsip prinsip syariah kemudian terseleksi lagi dengan parameter kuantitatif yang berlaku, saatnya kita melihat bagaimana performance dari saham saham yang tergabung dalam indeks ini. Salah satu ukuran yang bisa kita gunakan untuk melihat performance tersebut adalah melihat volatilitas dari index tersebut.

Secara umum diakhir tahun 2007, Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM & LK) mengungkapkan, kinerja indeks saham islami yang diukur dalam Jakarta

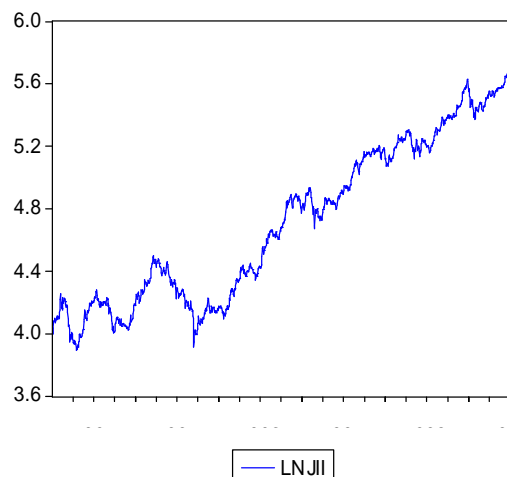
Islamic Index (JII) lebih baik dari indeks harga saham gabungan (IHSG) dan indeks LQ 45 (kelompok 45 saham liquid). Ketua Bapepam LK Fuad Rahmany, megatakan, perkembangan produk pasar modal berbasis syariah hingga desember 2007 tetap menunjukkan perkembangan yang menggembirakan. Kinerja saham saham yang termasuk ke dalam JII menunjukkan trend yang naik, terlihat dari pertumbuhan indeks sebesar 63,4 % yaitu dari 307,62 pada akhir 2006 menjadi 502,78 pada 10 december 2007. Sementara indeks LQ45 hanya 58,77%. Dari 388,29 menjadi 616,47. Sedangkan untuk seluruh indeks yang tergabung dalam IHSG (Indeks Harga saham Gabungan) telah mencapai angka 54,54% dari 1805,52 menjadi 2790,26. Hal ini secara keseluruhan menunjukkan bahwa JII (Jakarta Islamic Index) lebih baik.

Akan tetapi kita perlu melihat bagaimana kondisi volatilitasnya apakah juga menunjukkan kinerja yang baik. Salah satu metodologi untuk melihat volatilitas tersebut adalah dengan mengukurnya dengan alat analisa yang disebut dengan GARCH (*General Autoregressive Heteroscedastic*). Alat analisa ini cukup efektif untuk melihat bagaimana volatilitas dari sebuah Index ataupun saham secara individual. GARCH, adalah metodologi valuasi untuk mengukur Volatilitas dari sebuah pergerakan harga asset seperti Indeks, saham dan bond.

Mengukur Volatilitas dari Asset berguna untuk menunjukkan apakah, Asset tersebut adalah “excessive movement” dari “irrational behaviour” pasar. Dimana para “speculators” bersama frenzy (emosional) investors mengatur/mempengaruhi harga sehingga pergerakan harga tersebut bukan karena alasan “fundamental level”.

Secara ringkas kita akan mengambil data harian dari harga penutupan JII dari periode 2004 sampai 2007. dan kita bisa masukkan dalam persamaan GARCH. Gambar 1 menunjukkan data harian dari harga penutupan JII mulai dari Periode 2004-2007. Dan secara kasar kita bisa melihat bahwa pergerakan dari Jakarta Islamic Index (JII) menunjukkan trend yang naik.

Gambar. 2: Harga penutupan harian JII (2004-2007)



Persamaan dari GARCH adalah sebagai berikut:

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 u_{t-1}^2 + \beta \sigma_{t-1}^2$$

Kemudian secara ringkas series data yang telah kita dapat dari Harga penutupan harian (daily closing price) JII dan telah memenuhi beberapa persyaratan statistik, kita masukkan dalam persamaan diatas dengan bantuan salah satu software (Eviews 04) dan kita akan memperoleh persamaan Sebagai berikut:

$$\sigma_t^2 = 2.28E-05 + 0.114233\varepsilon_{t-1}^2 + 0.809964\sigma_{t-1}^2$$

Persamaan ini akan lebih mudah kita pahami dengan melihat nilai pada table 1.

**Tabel 1**  
**Variance Equation JII**

	P, value			
C	2.28E-05	4.55E-06	5.003905	0.0000
ARCH(1)	0.114233	0.012175	9.382524	0.0000
GARCH(1)	0.809964	0.024474	33.09487	0.0000

Sehingga akan mudah kita dapatkan dan kita analisa nilai nilai yang ada pada persamaan diatas. Dari situlah kita akan dapat mudah memahami pola dari Jakarta Islamic Index ini. Dari persamaan diatas dapat kita baca bahwa pada Jakarta Islamic Index, nilai dari  $\alpha_1$  adalah 0.114233, sementara nilai dari  $\beta_1$  is 0.809964.

Nilai dari alfa ( $\alpha$ ) dan beta ( $\beta$ ) akan sangat mempengaruhi volatilitas dari indeks ini, Kedua ukuran ini akan sangat berpengaruh terhadap pola pola yang terjadi di Jakarta Islamic Index. Nilai  $\alpha$  adalah 'reaction' coeffisien sementara  $\beta$  adalah 'persistence' coeffisien. Jika  $\alpha < \beta$ , Menunjukkan bahwa Effect dari volatilitas akan berlangsung secara terus menerus terhadap asset tersebut. Karena reaksi untuk kembali normal kecil dari kecendrungan untuk terus bergerak. Jika  $\alpha > \beta$ , Volatilitas terkendali, artinya, setiap volatilitas terjadi akan ada reaksi kuat untuk membuat revisi pergerakan. Jika  $\alpha = \beta$ , tidak akan pernah terjadi.

Karena di JII  $\alpha = 0.114233$  and  $\beta = 0.809964$ , sehingga  $\alpha < \beta$  (Memiliki volatilitas yang tinggi), sehingga dapat dikatakan pola JII cenderung diatur oleh para “*speculators*” bersama *frenzy* (emosional) *investors* dalam mempengaruhi harga.

### Kesimpulan

*Shariah stock screening* sejauh ini adalah pencapaian terbaik dalam hal Islamisasi pasar modal terutama pasar saham. Akan tetapi saham saham yang tergabung dalam indeks ini tidak akan pernah bisa bebas dari dinamisasi pasar yang salah satunya adalah volatilitas. Di pasar saham ini para pemain akan “*easy come easy go*”. Mereka akan dengan sangat mudah melakukan apapun yang mereka inginkan. Akan sangat sulit sekali untuk mengasumsikan mereka memiliki niat yang sama untuk melakukan investasi dengan cara yang Islami. Sehingga selama para pemain yang ada di pasar tidak memiliki paradigma keislaman yang kuat Islamic index hanyalah sebuah index yang hanya bisa memberi mereka keuntungan atau kerugian.

Catatan akhir yang mungkin bisa kita ambil adalah untuk mengantisipasi permintaan dan kenaikan minat dari local and foreign Muslim investors terhadap Islamic Index, akan sangat penting untuk memahami pola dari volatilitas Islamic Index ini terutama emerging market seperti Indonesia. Ini akan membantu investor dalam membuat keputusan yang tepat dalam investasi yang efektif dan mendiversifikasi portfolio mereka.