

REALITA DINAMIKA PASAR: STUDI INTENSIF DISTINGSI SYARIAH KONVENSIONAL

Yadi Nurhayadi¹, Daram Heriansyah², Eva Susanti³, Siti Azizziah Azzahra⁴

^{1,2,3,4}Universitas Muhammadiyah Prof. DR. HAMKA

Email: yadinurhayadi@uhamka.ac.id

Diterima: 8 Oktober 2019; Direvisi: 23 November 2019; Disetujui: 21 Desember 2019

Abstract

The research confirm the differences between sharia company stock index and conventional company stock index as the issuer at The Indonesia Stock Exchange. This research is a continuation of a series of previous studies by Nurhayadi et al earlier on the comparison between the sharia market and the conventional market. The Data consist of Jakarta Stock Exchange (JSX) Composite Index (Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)), Jakarta Stock Exchange Liquid Index (LQ45), Jakarta Islamic Index (JII), Indonesia Sharia Stock Index (ISSI), ten companies of sharia issuer, and ten companies of conventional issuer. There are seven scenarios based on bivariate and multivariate analysis that conducted regression, correlation, and determination test to know whether conventional company influence on sharia company. The research scenarios cover five years data from January 2014 to December 2018. The result confirms that the fluctuation of conventional issuer's stocks is different from the fluctuation of sharia issuer's stocks. Conventional issuers have a weak correlation with sharia issuers. This condition implies that between the conventional market and the Islamic market there is no correlation.

Keywords: *Bivariate Analysis, Multivariate Analysis, Sharia Market, Conventional Market, Sharia Company, and Conventional Company*

Abstrak

Penelitian ini memastikan adanya perbedaan di antara indeks saham emiten syariah dengan indeks saham emiten konvensional pada Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini merupakan lanjutan dari rangkaian penelitian Nurhayadi dkk. sebelumnya yang bertema perbandingan di antara pasar syariah dengan pasar konvensional. Data penelitian terdiri dari data Jakarta *Stock Exchange (JSX) Composite Index* (disebut juga Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)), *Jakarta Stock Exchange Liquid Index (LQ45)*, *Jakarta Islamic Index (JII)*, *Indonesia Sharia Stock Index (ISSI)*, 10 data emiten syariah, dan 10 data emiten konvensional. Pada data penelitian diterapkan 7 skenario analisis bivariat dan multivariat meliputi uji regresi, korelasi, dan determinasi untuk mengamati pengaruh emiten konvensional terhadap emiten syariah. Analisis meliputi data selama 5 tahun terakhir, mulai Januari 2014 hingga Desember 2018. Hasilnya menegaskan bahwa fluktuasi saham emiten konvensional berbeda dengan fluktuasi saham emiten syariah. Emiten konvensional berkorelasi lemah terhadap emiten syariah, menyiratkan bahwa antara pasar konvensional dan pasar syariah tidak memiliki korelasi.

Kata Kunci: *Analisis Bivariat, Analisis Multivariat, Pasar Syariah, Pasar Konvensional, Emiten Syariah, dan Emiten Konvensional*

PENDAHULUAN

Pasar syariah telah beroperasi di berbagai lantai bursa di dunia, di Barat maupun di Timur. Pemenuhan syariah dalam aktivitas pasar syariah telah dimaklumi oleh pelaku pasar dan telah diterapkan di negara-negara yang justru mayoritas Non Muslim. Berbagai indeks saham dapat dicermati sebagai representasi dinamika pasar dari aktivitas perusahaan emiten, baik perusahaan konvensional maupun perusahaan yang telah memenuhi standar syariah. Berbagai lantai bursa dan berbagai indeks tersebut bisa banyak berbicara tentang kenyataan fluktuasi pasar syariah yang masih berada di tengah-tengah dominasi pasar konvensional. Yaitu, apakah fluktuasi pasar syariah tersebut dapat menunjukkan adanya distingsi yang signifikan dibandingkan fluktuasi pasar konvensional yang jauh lebih dominan.

Distingsi syariah-konvensional juga patut diteliti di lantai bursa negara mayoritas Muslim, yakni Indonesia. Lantai bursa yang diamati adalah Bursa Efek Indonesia yang fluktuasi pasar syariahnya direpresentasikan oleh Jakarta Islamic Index (JII), Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), dan emiten-emiten syariah. Fluktuasi pasar syariah di negara mayoritas Muslim seharusnya memang nyata berkarakter syariah. Fluktuasi pasar syariah ini akan dibandingkan dengan fluktuasi pasar konvensional yang dianggap direpresentasikan oleh Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), Indeks Likuiditas Bursa

Efek Jakarta (LQ45), dan emiten-emiten non syariah.

Penelitian-penelitian mengenai perbandingan antara pasar modal syariah dan pasar modal konvensional, volatilitas pasar modal syariah, dan keterkaitan antara pasar modal syariah internasional adalah penelitian-penelitian yang kerap dilakukan. Penelitian yang berkaitan dengan tema ini penting dilakukan untuk menunjukkan bahwa pasar syariah konsisten menjauhi riba (berupa fluktuasi suku bunga perbankan konvensional), *gharar* (spekulasi), *maisir* (perjudian), serta usaha-usaha yang tidak sesuai syariah.

Penelitian yang berkaitan dengan tema ini telah dilakukan oleh beberapa peneliti sebelumnya, seperti Hakim, Hussein, Achsani, Saiti, Reddy, Sclip, dan Nurhayadi. Beberapa hasil penelitian tersebut menunjukkan adanya saling keterkaitan diantara keduanya, akan tetapi, sebagian lain tidak berkaitan.

Penelitian yang dilakukan oleh Hakim dan Rashidian membahas perbandingan antara saham syariah pada *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIMI) dan saham konvensional pada *Dow Jones Wilshire (DJW) 5000 Index*. Penelitian ini menggunakan *Cointegration analysis and Multivariate Autoregressive Model*. Hasil yang didapatkan dari penelitian tersebut menyatakan bahwa investor pada DJIMI

relative lebih bebas dari gangguan yang ada pada pasar modal; DJIMI dan DJW5000 tidak saling berkorelasi satu sama lain; dan mereka masing-masing berdiri sendiri dan tidak saling bergantung satu sama lain (Hakim & Rashidian, 2004).

Sementara itu, Hussein menguji dampak dari skrining etika terhadap kinerja *The Financial Times* dan *The London Stock Exchange* (FTSE) *Global Islamic Index* dan *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIMI). Pembahasan ini juga berkaitan dengan apakah keuntungan yang diperoleh investor yang membeli saham pada FTSE *Global Islamic* dan indeks DJIM berbeda satu sama lainnya, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Hipotesa yang dikembangkan oleh Hussein adalah skrining etika yang mungkin akan menyebabkan skrining tambahan dan biaya pengawasan, ketersediaan keseluruhan perangkat investasi, dan adanya potensi larangan dalam diversifikasi. Secara khususnya, skrining etika cenderung mengeliminasi perusahaan-perusahaan besar dari berbagai macam investasi dan menghasilkan perusahaan-perusahaan tersebut tetap dalam skala kecil dan tetap memberikan keuntungan yang volatile. Pada kenyataannya, penemuannya memiliki indikasi bahwa aplikasi skrining tersebut tidak memiliki dampak yang berlawanan dengan performa indeks Syariah. Secara umum, hasil penelitian ini menolak adanya asumsi bahwa investasi syariah

menggambarkan performance investasi yang lemah jika dibandingkan dengan portofolio investasi yang tidak melalui proses skrining (Hussein, 2005).

Achsani, Effendi, dan Abidin membandingkan Indeks Syariah dari DJIMI Amerika, DJIMI Kanada, DJIMI Inggris, DJIMI Jepang, DJIMI Asia pasifik, JII Indonesia dan Kuala Lumpur Syariah Index (KLSI) Malaysia. Mereka menggunakan metode analisis korelasi, *Granger causality*, dan *vector autoregressive*. Hasil yang diperoleh menunjukkan adanya hubungan yang sangat kuat antara indeks syariah; hubungan tersebut lebih kuat untuk pasar syariah yang lebih dekat; akan tetapi hubungan itu asimetris satu sama lain (Achsani, Effendi, & Abidin, 2007).

Saiti, Bacha, dan Masih menganalisa keuntungan harian dari lima indeks saham syariah (seperti, FTSE Indeks syariah China, FTSE indeks syariah India, FTSE indeks syariah Amerika, FTSE indeks syariah EMAS Malaysia dan Dow Jones indeks syariah) menggunakan pendekatan GARCH atau gabungan *multivariate* yang dinamis. Hasil penelitian mereka mengestimasi bahwa adanya hubungan kondisional yang dinamis antara lima indeks saham syariah tersebut melalui aplikasi yang baru dikembangkan, yaitu pendekatan *dynamic multivariate* GARCH dengan tujuan untuk membantu antara investor syariah baik local maupun internasional untuk melakukan

diversifikasi portfolio mereka dengan melakukan lindung nilai untuk menghindari resiko yang tidak terduga. Korelasi yang terjadi diantara lima indeks tersebut tidak konstan akan tetapi dinamis dan berbeda antara waktu yang ada. Oleh sebab itu, investor harus melakukan pengawasan terhadap hubungan ini dan mengatur portfolio investasi mereka (Saiti, Bacha, & Masih, 2013).

Penelitian yang dilakukan oleh Reddy dan Fu menguji apakah ada perbedaan performansi antara saham syariah dan saham konvensional yang terdaftar dalam *Australian Stock Exchange* (ASX). Penemuan mereka menunjukkan bahwa ada perbedaan yang signifikan secara statistik dalam kinerja saham syariah dan saham konvensional yang terdaftar dalam ASX yang berkaitan dengan resiko, jika tidak kinerja saham syariah tersebut mengikuti atau sama dengan kinerja saham konvensional. Selain itu, mereka juga memberitahukan bahwa adanya hubungan yang signifikan secara statistik antara keuntungan saham syariah dan saham konvensional (Reddy & Fu, 2014).

Sclip, Dreassi, Miani dan Paltrinieri (2016) melakukan penyiasatan tentang perilaku volatilitas dan pergerakan antara sukuk dan indeks saham konvensional internasional. Model GARCH *multivariate* asimetris dengan hubungan kondisional yang dinamis (DCC) yang mana keduanya mengestimasi dengan menggunakan

distribusi-t student. Hipotesis utama mereka adalah bahwa sukuk merupakan obligasi yang hybrid, dengan kesamaan karakteristik diantara saham dan obligasi syariah, dikarenakan kerangka pembiayaan syariah secara spesifik. Mereka menggambarkan dampak dari korelasi yang tinggi antara sukuk dan pasar modal Amerika dan Eropa, tanpa menemukan pengetahuan yang pasti mengenai kualitas perilaku yang mempengaruhi obligasi syariah. Mereka juga menunjukkan adanya keterkaitan volatilitas antara sukuk dan indeks pasar lokal yang lebih tinggi pada saat krisis keuangan (Sclip, Dreassi, Miani, & Paltrinieri, 2016).

Penelitian Nurhayadi dan Wijiharjono pada Bursa Efek Indonesia menunjukkan bahwa JII memiliki korelasi yang tinggi dengan IHSG, dan memiliki korelasi yang tinggi pula dengan LQ45. Begitu pula ISSI memiliki korelasi yang tinggi dengan IHSG dan LQ45. Dalam hal ini, Nurhayadi dan Wijiharjono menganggap IHSG dan LQ45 adalah representasi dari pasar konvensional (Nurhayadi & Wijiharjono, 2017).

Penelitian Nurhayadi, Rito, dan Al-Azizah, asumsi awal masih menyatakan JII dan ISSI sebagai representasi pasar syariah serta IHSG dan LQ45 sebagai representasi pasar konvensional, tetapi diiringi investigasi intensif terhadap data emiten di IHSG dan LQ45. Hasil investigasi menunjukkan bahwa terdapat irisan besar emiten antara JII dan ISSI dengan IHSG dan LQ45, sehingga tidak

bisa lagi menyatakan bahwa IHSG dan LQ45 sebagai representasi murni dari pasar konvensional. Lalu diteliti pula korelasi antara emiten syariah yaitu PT. Telkom dengan emiten konvensional yaitu PT. Gudang Garam, hasilnya keduanya tidak berkorelasi. Berdasarkan investigasi dan penelitian di atas, dirumuskan model solusi efektif stabilitas pasar syariah (Nurhayadi, Rito, & Al-Azizah, 2018).

Berdasarkan penelitian-penelitian di atas dalam mencermati realita dinamika pasar yang dapat menunjukkan distingsi syariah – konvensional, dirumuskan permasalahan sebagai berikut. (1) Apakah ada korelasi antara emiten syariah dan emiten konvensional? (2) Bagaimana korelasinya? (3) Bagaimana determinasi emiten konvensional terhadap emiten syariah? (4) Berdasarkan 3 poin di atas, apa kesimpulan terkait distingsi antara pasar syariah - konvensional?

Penelitian ini mengeksplorasi realita dinamika pasar melalui studi intensif distingsi emiten syariah dan emiten konvensional. Hal ini penting sebagai upaya menjaga konsistensi pemenuhan syariah di dalam aktivitas pasar, apalagi di negara mayoritas Muslim. Konsistensi pemenuhan syariah dalam aktivitas pasar akan membawa keadilan bagi masyarakat yang lebih jauh akan pemerataan kesejahteraan bagi semua.

METODE PENELITIAN

Data dianalisis dengan *bivariate and multivariate analysis*. Analisis ini didasarkan pada persamaan-persamaan yang dibangun oleh Ronald E. Walpole, Raymond H Myers, Sharon L Myers, and Keying Ye (Walpole, Myers, Myers, & Ye, 2013). Pada analisis bivariat, pasar konvensional dinyatakan sebagai variabel bebas (x) dan pasar syariah sebagai variabel terikat (\hat{y}). Estimasi garis regresinya diberikan oleh persamaan,

$$\hat{y} = b_0 + b_1x \quad (1)$$

Data (x) dan (\hat{y}) diplot berupa diagram pencar. Kecenderungan pola titik pada diagram pencar menunjukkan pola berupa garis lurus, yang mengindikasikan adanya linieritas antara kedua variabel. Jika diberikan sampel pasangan titik $\{(x_i, y_i); i = 1, 2, \dots, n\}$, metode *least squares* mengestimasi b_0 dan b_1 dari persamaan (1) dalam formula,

$$b_1 = \frac{n \sum_{i=1}^n x_i y_i - \left(\sum_{i=1}^n x_i \right) \left(\sum_{i=1}^n y_i \right)}{n \sum_{i=1}^n x_i^2 - \left(\sum_{i=1}^n x_i \right)^2}$$

Dan

$$b_0 = \bar{y} - b_1 \bar{x} \quad (2)$$

Dengan diketahuinya b_0 dan b_1 maka persamaan (1) terdefinisi. Korelasi antara x dan y dihitung dengan formulasi Pearson product-moment correlation coefficient, r .

$$r = \frac{S_{xy}}{\sqrt{S_{xx} S_{yy}}}$$

di mana

$$\begin{aligned}
 S_{xx} &= \sum_{i=1}^n x_i^2 - \frac{\left(\sum_{i=1}^n x_i\right)^2}{n} \\
 S_{yy} &= \sum_{i=1}^n y_i^2 - \frac{\left(\sum_{i=1}^n y_i\right)^2}{n} \\
 S_{xy} &= \sum_{i=1}^n x_i y_i - \frac{\left(\sum_{i=1}^n x_i\right)\left(\sum_{i=1}^n y_i\right)}{n}
 \end{aligned}
 \tag{3}$$

Nilai r antara -1 dan $+1$ atau $-1 \leq r \leq +1$. Jika r bernilai -1 atau dekat -1 berarti peubah acak X berkorelasi kuat dengan peubah acak Y secara negatif. Sebaliknya, jika r bernilai 1 atau dekat 1 berarti peubah acak X berkorelasi kuat dengan peubah acak Y secara positif. Serta, jika r bernilai 0 atau dekat 0 berarti peubah acak X tidak berkorelasi atau berkorelasi lemah dengan peubah acak Y . Koefisien determinasi, yang menyatakan persentase besar pengaruh variabel x terhadap y dinyatakan dengan r^2 .

Sementara itu, pada analisis multivariat variabel bebasnya adalah x_1 dan x_2 , serta variabel terikat y . Persamaan garis regresi linier bergandanya adalah

$$\hat{y} = b_0 + b_1 x_1 + b_2 x_2
 \tag{4}$$

Jika diberikan data $\{(x_1, x_2, y); i = 1, 2, \dots, n\}$, melalui metode least square b_0, b_1, b_2 diestimasi berdasarkan penyelesaian dari tiga persamaan berikut.

$$nb_0 + b_1 \sum_{i=1}^n x_{1i} + b_2 \sum_{i=1}^n x_{2i} = \sum_{i=1}^n y_i$$

$$b_0 \sum_{i=1}^n x_{1i} + b_1 \sum_{i=1}^n x_{1i}^2 + b_2 \sum_{i=1}^n x_{1i} x_{2i} = \sum_{i=1}^n x_{1i} y_i$$

$$b_0 \sum_{i=1}^n x_{2i} + b_1 \sum_{i=1}^n x_{1i} x_{2i} + b_2 \sum_{i=1}^n x_{2i}^2 = \sum_{i=1}^n x_{2i} y_i
 \tag{5}$$

Koefisien determinasi (r^2) diberikan oleh

$$r^2 = \frac{\left[b_0 \sum_{i=1}^n y_i + b_1 \sum_{i=1}^n x_{1i} y_i + b_2 \sum_{i=1}^n x_{2i} y_i - \frac{\left(\sum_{i=1}^n y_i\right)^2}{n} \right]}{\sum_{i=1}^n y_i^2 - \frac{\left(\sum_{i=1}^n y_i\right)^2}{n}}
 \tag{6}$$

dan koefisien korelasi r diberikan oleh

$$r = \sqrt{r^2}
 \tag{7}$$

Data penelitian berasal dari data indeks JSX Composite (IHSG), LQ45, JII, dan ISSI, serta 10 emiten Syariah, dan 10 emiten konvensional. Dalam penelitian ini disusun 7 skenario penelitian sebagai berikut:

1. x = Emiten Konvensional, y = ISSI, analisis bivariat.
2. x = Emiten Konvensional, y = JII, analisis bivariat.
3. x = Emiten Konvensional, y = Emiten Syariah, analisis bivariat.
4. x = Emiten Konvensional, y = IHSG, analisis bivariat.
5. x = Emiten Konvensional, y = LQ45, analisis bivariat.
6. x_1 = ISSI, x_2 = JII, y = Emiten Syariah, analisis multivariat.

7. $x_1 = \text{JSX Composit}$, $x_2 = \text{LQ45}$, $y = \text{Emiten Konvensional}$, analisis multivariat.

Populasi data meliputi keseluruhan data IHSG, LQ45, JII, dan ISSI sejak diluncurkannya Jakarta *Islamic Index* di tahun 2000 hingga sekarang, meliputi keseluruhan data saham sesuai indeks-indeks tersebut yang selalu berfluktuasi setiap waktunya. Sampel data diambil dari sebagian populasi data, yaitu data dalam rentang 5 tahun terakhir (Januari 2014 – Desember 2018) dari data indeks *JSX Composite* (IHSG), LQ45, JII, dan ISSI. Penelitian juga menggunakan data 10 emiten syariah: Adaro Energy (ADRO), Astra Internasional (ASII), Bumi Serpong Damai (BSDE), Indofood Sukses Makmur (INDF), Indocement Tunggal Prakarsa (INTP), Perusahaan Gas Negara (PGAS), Bukit Asam, Semen Indonesia (PTBA), Telekomunikasi Indonesia (TLKM), dan United Tractors (UNTR); serta 10 emiten konvensional: Bank Central Asia (BBCA), Bank Rakyat Indonesia (BBRI), Bank Danamon Indonesia (BDMN), Bank Mandiri (BMRI), Delta Jakarta (DLTA), Gudang Garam (GGRM), H.M. Sampoerna (HMSP), Multi Bintang

Indonesia (MLBI), Bentoel Internasional Investama (RMBA), dan Wismilak Inti Makmur (WIIM). Nilai saham selalu dicatat pada waktu penutupan di hari terakhir tiap bulan.

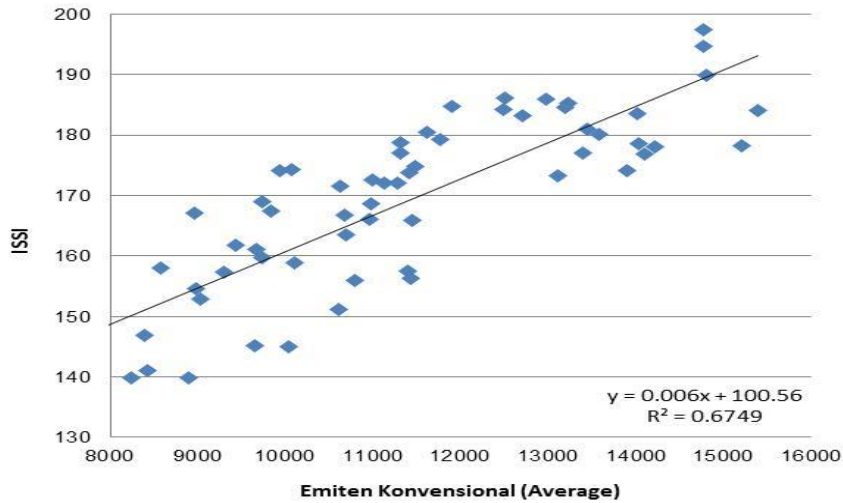
HASIL DAN PEMBAHASAN

Persamaan regresi, koefisien determinasi, dan koefisien korelasi menurut tujuh skenario, memberikan hasil sebagai berikut.

1. Skenario Ke-1: $x = \text{Emiten Konvensional (average)}$, $y = \text{ISSI}$, analisis bivariat. Berdasarkan data Emiten Konvensional (average) (sebagai variabel- x) dan ISSI (sebagai variabel- y) melalui analisis bivariat didapat persamaan regresi linier,

$$\hat{y} = 100,55501 + 0,0060164x$$

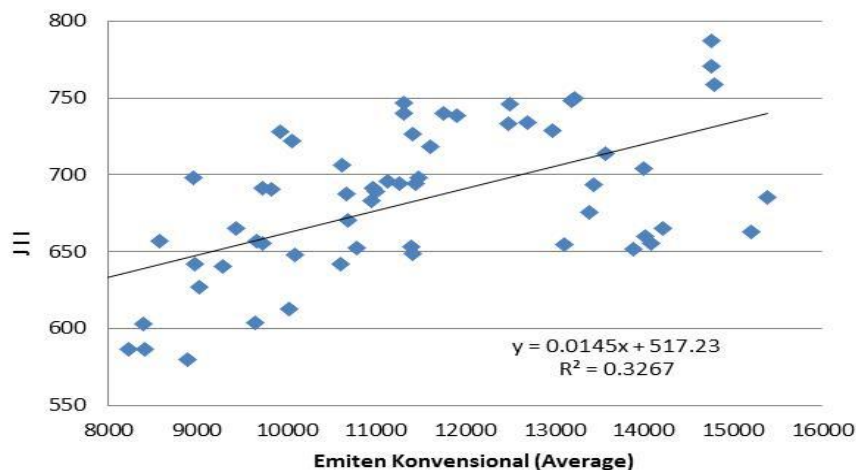
dengan koefisien korelasi $r = 0,8215$ dan koefisien determinasi $r^2 = 0,6749$. Hasil ini menunjukkan bahwa antara Emiten Konvensional dan ISSI berbanding lurus, yaitu jika nilai saham Emiten Konvensional meningkat, nilai ISSI juga meningkat. Demikian pula sebaliknya (lihat Gambar 1). Antara Emiten Konvensional dan ISSI juga memiliki korelasi yang kuat positif, dengan 67,49% nilai Emiten Konvensional mempengaruhi nilai ISSI.



Gambar 1. Emiten Konvensional (Average) vs ISSI.

2. Skenario Ke-2: x = Emiten Konvensional (average), y = JII, analisis bivariat. Berdasarkan data Emiten Konvensional (average) (sebagai variabel- x) dan JII (sebagai variabel- y) melalui analisis bivariat didapat persamaan regresi linier, $\hat{y} = 517,2288 + 0,0145x$ dengan koefisien korelasi $r = 0,5716$ dan koefisien determinasi $r^2 = 0,3267$. Hasil ini

menunjukkan bahwa antara Emiten Konvensional (average) dan JII berbanding lurus, yaitu jika nilai Emiten Konvensional meningkat, nilai JII juga meningkat (lihat Gambar 2). Demikian pula sebaliknya. Akan tetapi, Emiten Konvensional dan JII memiliki korelasi yang sedang, dengan hanya 32,67% nilai Emiten Konvensional mempengaruhi nilai JII.



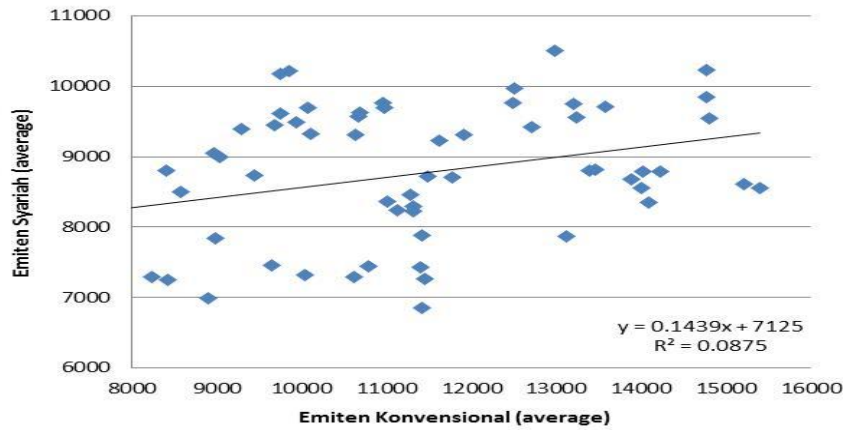
Gambar 2. Emiten Konvensional (average) vs JII.

3. Skenario Ke-3: x = Emiten Konvensional, y = Emiten Syariah, analisis bivariat. Berdasarkan data Emiten Konvensional (average) (sebagai variabel- x) dan Emiten

Syariah (average) (sebagai variabel- y) melalui analisis bivariat didapat persamaan regresi linier, $\hat{y} = 7125,022 + 0,1439x$

dengan koefisien korelasi $r = 0,2958$ dan koefisien determinasi $r^2 = 0,0875$. Hasil ini menunjukkan bahwa antara Emiten Konvensional (average) dan Emiten Syariah

juga meningkat (Gbr. 3). Akan tetapi, antara Emiten Konvensional dan Emiten Syariah memiliki korelasi yang lemah, dengan hanya 8,75% nilai Emiten



(average) berbanding lurus, yaitu jika nilai Emiten Konvensional meningkat, nilai Emiten Syariah.

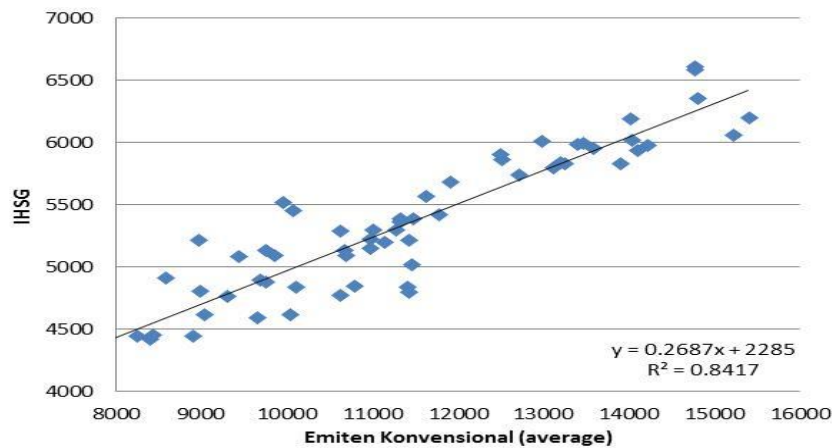
Gambar 3. Emiten Konvensional (average) vs Emiten Syariah (average).

4. Skenario Ke-4: x = Emiten Konvensional, y = IHSG, analisis bivariat. Berdasarkan data Emiten Konvensional (average) (sebagai variabel- x) dan IHSG (sebagai variabel- y) melalui analisis bivariat didapat persamaan regresi linier,

$$\hat{y} = 2285,017 + 0,2687x$$

dengan koefisien korelasi $r = 0,9174$ dan koefisien determinasi $r^2 = 0,8417$. Hasil ini

menunjukkan bahwa antara Emiten Konvensional dan IHSG berbanding lurus, yaitu jika nilai saham Emiten Konvensional meningkat, nilai IHSG juga meningkat (lihat Gambar 4) Antara Emiten Konvensional dan IHSG juga memiliki korelasi yang kuat positif, dengan 84,17% nilai Emiten Konvensional mempengaruhi nilai IHSG.

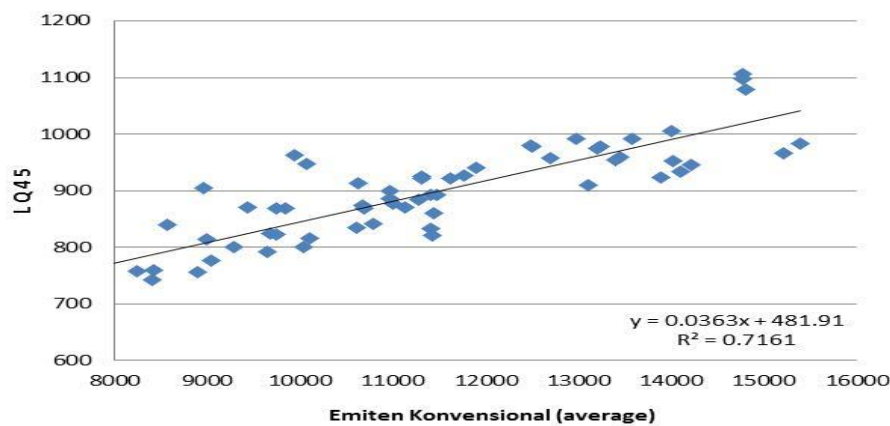


Gambar 4. Emiten Konvensional (average) vs IHSG.

5. Skenario Ke-5: x = Emiten Konvensional (average), y = LQ45, analisis bivariat. Berdasarkan data Emiten Konvensional (average) (sebagai variabel- x) dan LQ45 (sebagai variabel- y) melalui analisis bivariat didapat persamaan regresi linier,

$$\hat{y} = 481,9079 + 0,0363x$$

dengan koefisien korelasi $r = 0,8462$ dan koefisien determinasi $r^2 = 0,7161$. Hasil ini



Gambar 5. Emiten Konvensional (average) vs LQ45.

6. Skenario Ke-6: x_1 = ISSI, x_2 = JII, y = Emiten Syariah, analisis multivariat. Berdasarkan data ISSI (variabel- x_1), JII (variabel- x_2), dan Emiten Syariah (average) (variabel- y) melalui analisis multivariat didapat persamaan regresi linier berganda,

$$\hat{y} = 540,934 + 20,2545x_1 + 7,032x_2$$

dengan koefisien korelasi $r = 0,6547$ dan koefisien determinasi $r^2 = 0,4286$. Hasil ini menunjukkan bahwa antara ISSI dan JII dengan Emiten Syariah berbanding lurus. Yaitu jika nilai ISSI dan JII meningkat nilai Emiten Syariah akan meningkat. Antara ISSI dan JII dengan Emiten Syariah masih

menunjukkan bahwa antara Emiten Konvensional dan LQ45 berbanding lurus, yaitu jika nilai saham Emiten Konvensional meningkat, nilai LQ45 juga meningkat (lihat Gambar 5). Antara Emiten Konvensional dan LQ45 memiliki korelasi yang kuat positif, dengan 71,61% nilai Emiten Konvensional mempengaruhi nilai LQ45.

memiliki korelasi yang kuat positif, akan tetapi dengan koefisien determinasi yang tidak dominan, yaitu 42,86% nilai ISSI dan JII mempengaruhi nilai Emiten Syariah.

7. Skenario Ke-7: x_1 = IHSG, x_2 = LQ45, y = Emiten Konvensional, analisis multivariat. Berdasarkan data IHSG (variabel- x_1), LQ45 (variabel- x_2), dan Emiten Konvensional (average) (variabel- y) melalui analisis multivariat didapat persamaan regresi linier berganda,

$$\hat{y} = -3369,164 + 5,1549x_1 - 14,2896x_2$$

dengan koefisien korelasi $r = 0,9308$ dan koefisien determinasi $r^2 = 0,8665$. Hasil ini menunjukkan bahwa IHSG berbanding lurus

dengan Emiten Konvensional, akan tetapi LQ 45 berbanding terbalik dengan Emiten Konvensional. Dalam kondisi tersebut korelasi antara IHSG dan LQ45 dengan Emiten Konvensional kuat positif, dengan 86,65% nilai IHSG dan LQ45 mempengaruhi nilai Emiten Konvensional.

Berdasarkan hasil dari 7 skenario di atas dapat dibahas hal-hal berikut. Skenario 1 menunjukkan bahwa fluktuasi saham lebih dari 300 emiten syariah dalam ISSI secara umum masih dominan mengikuti trend fluktuasi saham emiten konvensional. Korelasi antara ISSI dengan emiten konvensional kuat positif. Akan tetapi dari skenario 2, trend fluktuasi saham emiten syariah dalam JII tidak lagi dominan mengikuti fluktuasi saham emiten konvensional. Dan dari skenario 3 menegaskan bahwa fluktuasi saham emiten konvensional berbeda dengan fluktuasi saham emiten syariah. Emiten konvensional berkorelasi lemah terhadap emiten syariah. Kondisi ini menyiratkan bahwa antara pasar konvensional dan pasar syariah tidak memiliki korelasi. Pasar syariah di Bursa Efek Indonesia secara dominan sudah tidak memiliki keterkaitan dengan Suku Bunga, *gharar* (spekulasi), *maisir* (perjudian), serta usaha-usaha yang tidak sesuai syariah.

Dari skenario 4 dan 5, secara nyata menunjukkan bahwa fluktuasi saham emiten konvensional masih mempengaruhi fluktuasi saham IHSG dan LQ45. Kondisi ini

menyiratkan bahwa IHSG dan LQ45 masih dominan memiliki keterkaitan dengan Suku Bunga, *gharar* (spekulasi), *maisir* (perjudian), serta usaha-usaha yang tidak sesuai syariah.

Skenario 6 menunjukkan bahwa fluktuasi saham ISSI dan JII secara serempak mempengaruhi fluktuasi saham emiten syariah. Fluktuasi ISSI dan JII berkorelasi kuat positif terhadap emiten syariah. Demikian pula dari skenario 7 fluktuasi saham IHSG dan LQ45 secara serempak mempengaruhi fluktuasi saham emiten konvensional. Skenario 7 menegaskan bahwa IHSG dan LQ45 secara simultan berhubungan kuat positif dengan Emiten Konvensional.

SIMPULAN

Kesimpulan yang didapatkan dari penelitian ini adalah Fluktuasi saham lebih dari 300 emiten syariah dalam ISSI secara umum masih dominan mengikuti trend fluktuasi saham emiten konvensional. Akan tetapi trend fluktuasi saham emiten syariah dalam JII tidak lagi dominan mengikuti fluktuasi saham emiten konvensional. Kondisi ini menegaskan bahwa fluktuasi saham emiten syariah berbeda dengan fluktuasi saham emiten konvensional. Ini menunjukkan bahwa antara pasar konvensional dan pasar syariah tidak memiliki korelasi.

Pasar syariah di Bursa Efek Indonesia secara dominan sudah tidak memiliki

keterkaitan dengan Suku Bunga, *gharar* (spekulasi), *maisir* (perjudian), serta usaha-usaha yang tidak sesuai syariah. Fluktuasi saham emiten konvensional masih mempengaruhi fluktuasi saham IHSG dan LQ45. Kondisi ini menyiratkan bahwa IHSG dan LQ45 masih dominan memiliki keterkaitan dengan Suku Bunga, *gharar* (spekulasi), *maisir* (perjudian), serta usaha-usaha yang tidak sesuai syariah.

Fluktuasi saham ISSI dan JII secara serempak mempengaruhi fluktuasi saham emiten syariah. Demikian pula fluktuasi saham IHSG dan LQ45 secara serempak mempengaruhi fluktuasi saham emiten konvensional. Distingsi antara syariah dengan konvensional memang jelas ada. Emiten konvensional memang jelas tidak menganut nilai-nilai syariah.

Karena fluktuasi saham ISSI masih cukup dominan dipengaruhi oleh fluktuasi saham emiten konvensional, maka screening terhadap emiten yang akan list di ISSI agar lebih diperketat, sehingga tidak ada lagi korelasi antara fluktuasi saham ISSI dengan fluktuasi saham emiten konvensional.

Karena jelas emiten konvensional tidak menganut nilai-nilai syariah, maka profesional Muslim harus memahami konsekuensi jika bekerja di perusahaan yang terklasifikasi sebagai emiten konvensional ini.

REFERENSI

- Achsani, N. A., Effendi, J., & Abidin, Z. (2007). Dynamic Interdependence among International Islamic Stock Market Indices: Evidence from 2000-2007. *The International Conference on Islamic Capital Market: Regulation Products and practise with Relevance to Islaic Banking and Finance* (hal. 623-624). Jakarta: Muamalat Institute-IRTI IDB.
- Hakim, S., & Rashidian, M. (2004). Risk and Return of Islamic Stock Market Indexes. *International Seminar of Nonbank Financial Institutions: Islamic Alternative* (pp. 7-8). Kuala Lumpur: IRTI-IDB.
- Hussein, K. A. (2005). Islamic Investment: Evidence from Dow Jones and FTSE Indices. *International Conference on Islamic Economics and Finance – Islamic Economics and Banking in The 21st Century* (pp. 273-285). Jakarta: BI-IRTI IDB-IAEI-UI.
- Nurhayadi, Y., & Wijiharjono, N. (2017). Strong Correlations Between Sharia Market and Conventional Market: Evidence from Indonesia Stock Exchange. *The 1st UICIHSS UHAMKA International Conference on Islamic Humanities and Social Sciences* (pp. 192-204). Jakarta: University of

Muhammadiyah Prof. DR. HAMKA
Jakarta - Indonesia.

- Nurhayadi, Y., Rito, & Al-Azizah, U. S. (2018). Model Solusi Efektif Stabilitas Pasar Syariah. *Al-Urban Jurnal Ekonomi Syariah dan Filantropi Islam*, 92-106.
- Reddy, K., & Fu, M. (2014). Does Shariah Compliant Stocks Perform Better than the Conventional Stocks? A Comparative Study of Stocks Listed on the Australian Stock Exchange. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 155-170.
- Saiti, B., Bacha, O. I., & Masih, M. (2013). Estimation of Dynamic Conditional Correlations of Shariah-Compliant Stock Indices through the Application of Multivariate GARCH Approach. *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, 259-267.
- Sclip, A., Dreassi, A., Miani, S., & Paltrinieri, A. (2016). Dynamic Correlations and Volatility Linkages between Stocks and Sukuk: Evidence from International Market. *Review of Financial Economics*, 1-11.
- Walpole, R. E., Myers, R. H., Myers, S. L., & Ye, K. (2013). *Essential of Probability and Statistic for Engineers and Scientist*. Boston: Pearson.