

BAB 4

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Pengantar

Analisis dalam penelitian ini akan dimulai dengan menguraikan gambaran umum tentang perkembangan harga saham baik yang tergabung dalam Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) maupun Jakarta Islamic Index (JII) serta variabel endogen lainnya yang tercakup dalam lingkup penelitian, yaitu harga minyak dunia, Fed Fund Rate, Dow Jones Average Index (Indeks Dow Jones), inflasi dalam negeri, dan nilai tukar. Analisis ini dilakukan dengan menggunakan data penelitian, berupa data mingguan. Selanjutnya akan dilakukan analisis dan pembahasan berdasarkan hasil pengolahan statistik melalui program *eviews* untuk membuktikan hipotesis yang telah dipaparkan pada Bab I melalui serangkaian pengujian seperti penentuan lag optimal, Uji kointegrasi, dan *Impulse Response Functions*.

4.2 Perkembangan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan *Jakarta Islamic Index (JII)*

Perkembangan harga saham baik Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) maupun *Jakarta Islamic Index (JII)* selama periode penelitian cenderung menunjukkan pola pergerakan yang hampir sama, dengan *trend* yang meningkat terutama selama periode Juli 2000 hingga awal 2008. Sebagaimana telah dikemukakan sebelumnya, keberadaan *Jakarta Islamic Index* mulai mewarnai aktivitas perdagangan pada bursa saham di Indonesia pada pada bulan Juli 2000. Selama periode awal keberadaannya (Juli – Des 2000), indeks harga saham di bursa Indonesia masih mengalami pelemahan, dimana IHSG terkoreksi sebesar 91,8 poin atau turun 18,06% dari 508,1 menjadi 416,3. Sementara itu, JII ditutup melemah dari level 79,4 menjadi 57,9, terkoreksi sebesar 21,5 poin atau turun 27,04%.

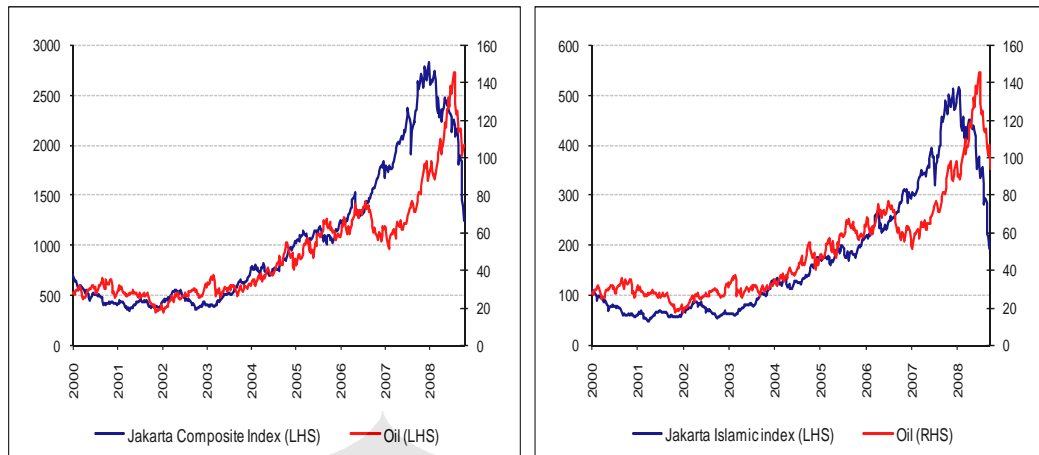
Masih tingginya ketidakstabilan sosial dan politik dalam negeri, melemahnya nilai tukar rupiah, dan meningkatnya suku bunga SBI mendorong penurunan kinerja pasar modal di tahun 2000 tersebut (Bank Indonesia, 2001, p.73).

Selama periode 2000-2003, pergerakan indeks harga saham baik IHSG maupun JII terlihat masih berada dibawah rata-rata level jangka panjangnya. Berdasarkan perhitungan dengan menggunakan data penelitian, rata-rata level IHSG selama periode penelitian adalah 1.074,4, sedangkan rata-rata untuk JII berada pada level 182,1. Kenaikan IHSG dan JII yang pesat mulai terjadi pada 2004 hingga Februari 2008 sejalan dengan membaiknya kondisi perekonomian Indonesia dan menguatnya pasar saham global. Dalam periode tersebut, kedua indeks harga saham sempat mencapai level tertinggi sepanjang periode pengamatan. Puncak penguatan IHSG terjadi pada periode awal 2008 dengan level 2.830,3, sedangkan penguatan JII terjadi hingga mencapai level 515,6.

Namun demikian, sejalan dengan berbagai gejolak yang terjadi pada sektor keuangan global yang mengakibatkan anjloknya harga di bursa saham global serta meningkatnya kekhawatiran di kalangan pelaku pasar (*risk averse*), IHSG dan JII juga merosot drastis dan pada akhir minggu IV September 2008 ditutup pada level 1.846,1 atau turun 32,77% dibandingkan posisi akhir minggu IV 2007, sedangkan JII anjlok hingga ke level 290,8 atau turun 41,02%.

4.2.1 Perkembangan Indeks Harga Saham dan Harga Minyak Dunia

Perkembangan Indeks Harga Saham baik IHSG maupun JII dengan harga minyak dunia adalah sebagaimana Grafik berikut:



Sumber: Bloomberg

Grafik 4.1 Perkembangan IHS, JII dan Harga Minyak Dunia

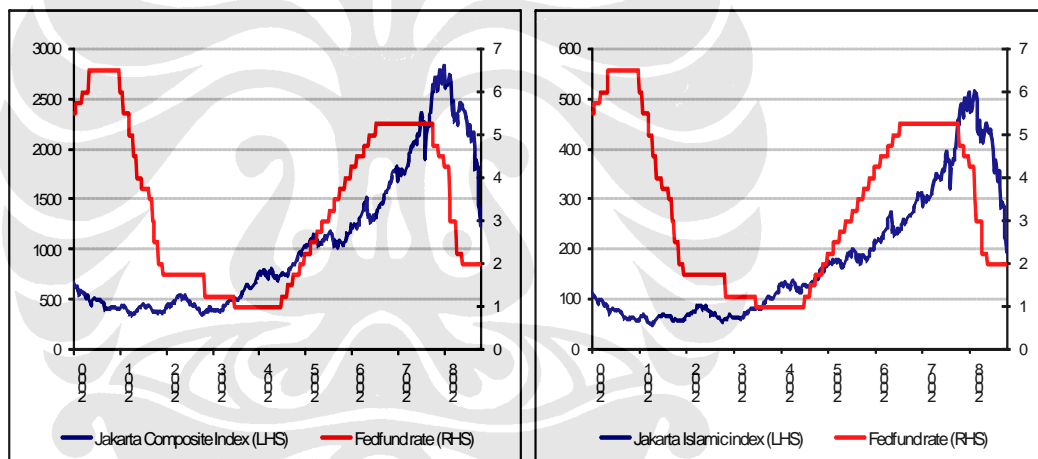
Berdasarkan Grafik 4.1 dapat dilihat bahwa selama periode Juli 2000 sampai dengan awal 2006 perkembangan indeks harga saham baik IHS maupun JII serta perkembangan harga minyak dunia masih sama-sama menunjukkan kecenderungan peningkatan. Perbedaan yang jelas mulai terlihat pada periode April 2006 sampai awal 2007, yaitu ketika harga minyak dunia melemah dari level USD 75,17 per barel pada tanggal 21 April 2006 menjadi USD 51,99 per barel pada tanggal 19 Januari 2007 atau turun 30,8%. Saat itu indeks harga saham baik IHS maupun JII justru masih terus menunjukkan penguatan, yaitu masing-masing naik sebesar 23,0% dan 19,2%. Setelah periode tersebut, harga minyak dunia kembali menguat tajam hingga menembus level USD 145 per barel pada Juli 2008, untuk kemudian menurun hingga akhir periode penelitian. Sementara itu indeks harga saham mulai menunjukkan *trend* penurunan sejak akhir Februari 2008. Dengan demikian, selama 2008 merosotnya harga saham terjadi lebih awal dibandingkan dengan merosotnya harga minyak dunia.

4.2.2 Perkembangan Indeks Harga Saham dan Fed Fund Rate

Perkembangan indeks harga saham dengan Fed Fund Rate berdasarkan Grafik 4.2 pada dasarnya dapat dibagi menjadi 3 periode, yaitu sebagai berikut:

a. Periode kebijakan penurunan suku bunga: 2001 – Juni 2004.

Periode ini ditandai dengan dilakukannya kebijakan penurunan Fed Fund Rate (*easing monetary policy*) oleh The Fed dalam rangka menstimulasi perekonomian negara tersebut, setelah diguncang krisis terkait *booming* di bidang teknologi yang diperparah oleh tragedi World Trade Center (WTC) 2001. Selama periode tersebut, Fed Fund Rate turun drastis dari level 6,5% pada akhir Desember 2000 menjadi 1% pada bulan Juni 2003, terendah sepanjang periode pengamatan. Tingkat bunga rendah tersebut terus dipertahankan selama sekitar satu tahun, sebelum akhirnya kembali dinaikkan pada bulan Juli 2004. Dalam periode ini, pergerakan IHSG dan JII masih berada dibawah level rata-ratanya, yang mencapai 1.074,4 untuk IHSG dan 182,1 untuk JII.



Sumber: Bloomberg

Grafik 4.2 Perkembangan IHSG, JII dan Fed Fund Rate

b. Periode kebijakan moneter ketat: Juli 2004 – September 2007

Periode ini ditandai dengan dilakukannya kebijakan pengetatan moneter (*tightening monetary policy*) oleh The Fed melalui peningkatan Fed Fund Rate dari 1% pada Juli 2004 menjadi 5,25% pada Juni 2007. Level tersebut bertahan hingga bulan September 2007, sebelum akhirnya The Fed kembali memutuskan untuk melakukan kebijakan *easing monetary policy*. Pesatnya pertumbuhan ekonomi Amerika termasuk *booming* di sektor properti, serta

Universitas Indonesia

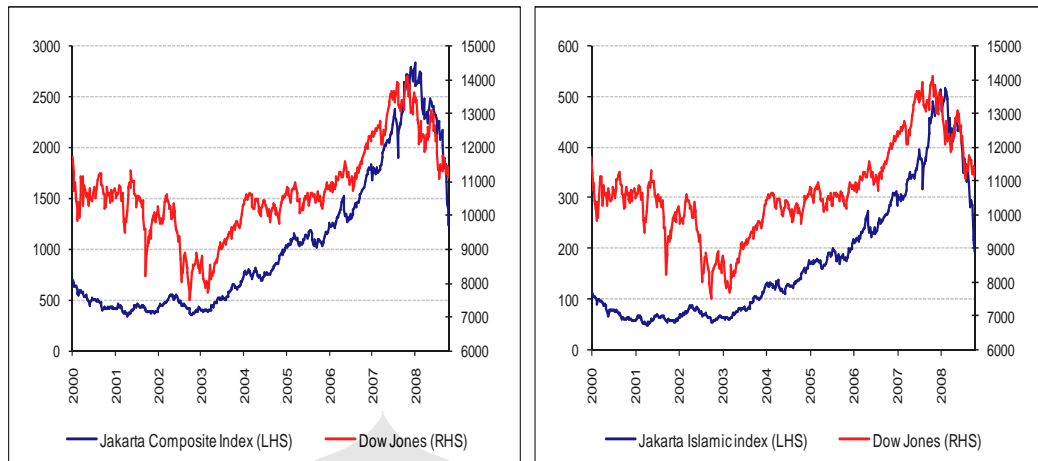
tingginya harga komoditi terutama harga minyak dunia merupakan faktor-faktor yang mengakibatkan tingginya tekanan inflasi, sehingga mempengaruhi The Fed untuk melakukan langkah *tightening monetary policy* guna meredakan tekanan inflasi tersebut. Selama periode ini, meskipun terjadi kenaikan Fed Fund Rate, namun pergerakan indeks harga saham di Indonesia baik IHSG maupun JII masih cenderung meningkat.

- c. Periode kebijakan penurunan suku bunga: September 2007 – September 2008 (akhir periode pengamatan).

Sejalan dengan melambatnya perekonomian Amerika akibat permasalahan pada sektor perumahan (*subprime mortgage loan*) serta melebarnya permasalahan tersebut sehingga berdampak pada krisis di sektor finansial, The Fed kembali melakukan *easing monetary policy* melalui kebijakan penurunan suku bunga secara drastis dari 5,25% pada September 2007 menjadi 2% pada bulan Mei 2008. Level tersebut terus bertahan hingga September 2008. Dalam periode ini, pergerakan indeks harga saham di Indonesia, baik IHSG maupun JII hingga awal tahun masih meningkat hingga Februari 2008 untuk kemudian merosot drastis, dan secara keseluruhan indeks di bursa Indonesia menunjukkan kecenderungan penurunan.

4.2.3 Perkembangan Indeks Harga Saham dan *Dow Jones Average Index* (Indeks Dow Jones)

Selama periode Juli 2000 sampai dengan sekitar akhir 2003, Indeks Dow Jones cenderung bergerak melemah dengan level terendah sebesar 7.528,4 pada tanggal 4 Oktober 2002. Dalam kurun waktu yang sama, pergerakan indeks harga saham di Indonesia baik IHSG maupun JII meskipun masih relatif stabil, namun masih berada di bawah level rata-rata.



Sumber: Bloomberg

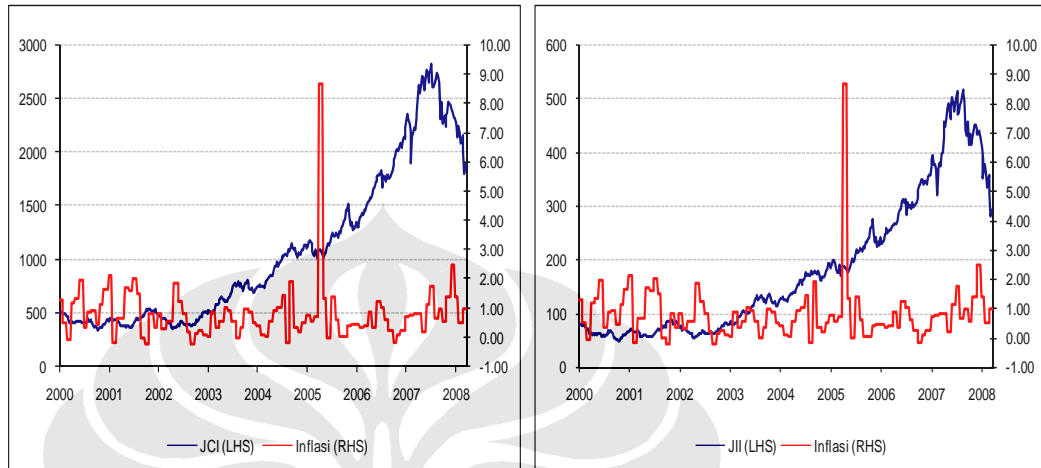
Grafik 4.3 Perkembangan IHSX, JII dan DJIA

Namun demikian, sejalan dengan membaiknya kondisi perekonomian Amerika, sekitar akhir 2003 Indeks Dow Jones kembali terkoreksi dan meningkat pesat hingga mencapai level tertinggi yaitu 14.093,1 (data mingguan) pada tanggal 12 Oktober 2007. Sejalan dengan pergerakan Indeks Dow Jones, penguatan yang tajam juga terjadi pada indeks harga saham di Indonesia baik yang tergabung dalam IHSX maupun JII. Setelah mencapai level puncak tersebut, Indeks Dow Jones kembali terkoreksi dan menurun tajam yang terus berlangsung hingga akhir periode penelitian. Dalam periode tersebut, *trend* penurunan juga terjadi pada pergerakan indeks harga saham di Indonesia baik IHSX maupun JII.

Penurunan indeks harga saham di Indonesia tersebut merupakan salah satu dampak dari penyesuaian portofolio oleh pihak asing yang mengalihkan dananya untuk mengurangi eksposur aset berisiko dan kecenderungan ketatnya likuiditas global. Menurut Bank Indonesia (2008, p. 13) di bursa domestik, perilaku *portfolio adjustment* tersebut tercermin pada tekanan jual asing sampai dengan pekan I Agustus 2008. Namun, pada pekan II Agustus 2008 investor asing kembali membukukan net beli di pasar saham sebagai reaksi dari kondisi pasar saham yang relatif *undervalued*.

4.2.4 Perkembangan Indeks Harga Saham dan Inflasi Dalam Negeri

Perkembangan indeks harga saham baik IHSG maupun JII dan inflasi dalam negeri adalah sebagaimana Grafik berikut:



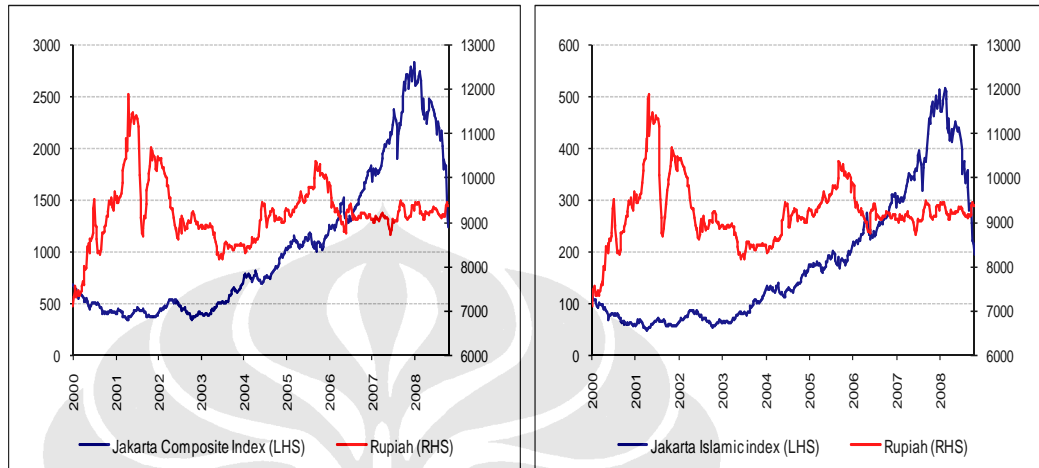
Sumber: Bloomberg dan Badan Pusat Statistik

Grafik 4.4 Perkembangan IHSG, JII dan Inflasi Dalam Negeri

Pada umumnya tekanan inflasi di Indonesia akan meningkat pada pertengahan tahun yaitu menjelang tahun ajaran baru, saat bulan Ramadhan, menjelang hari raya keagamaan terutama Idul Fitri, serta menjelang Tahun Baru. Selama periode penelitian, penurunan inflasi (deflasi) terendah terjadi pada bulan April 2002 yang mencatat deflasi sebesar 0,24%. Sementara itu, tekanan inflasi tertinggi terjadi pada bulan Oktober 2005, sebagai dampak ditetapkannya kenaikan harga Bahan Bakar Minyak (BBM) oleh Pemerintah dengan rata-rata kenaikan sebesar 126%, yang dilakukan dalam rangka menyesuaikan harga BBM tersebut dengan kenaikan harga minyak dunia. Kenaikan harga BBM tersebut mulai berlaku per 1 Oktober 2005. Pada periode tersebut, tingkat inflasi meningkat hingga mencapai 8,7%. Meskipun terjadi kenaikan inflasi yang sangat tajam pada periode tersebut, namun indeks harga saham baik IHSG maupun JII relatif tidak banyak terpengaruh, serta masih menunjukkan kecenderungan peningkatan.

4.2.5 Perkembangan Indeks Harga Saham dan Nilai Tukar Rupiah

Perkembangan indeks harga saham baik IHSG maupun JII dan nilai tukar rupiah adalah sebagaimana Grafik berikut:



Sumber: Bloomberg

Grafik 4.5 Perkembangan IHS, JII dan Nilai Tukar

Berdasarkan Grafik 4.5 dapat dilihat bahwa nilai tukar rupiah pada awal periode pengamatan cenderung bergerak fluktuatif, dan sempat mengalami tekanan hingga mencapai level Rp. 11.875 pada akhir April 2001 (terlemah sepanjang periode pengamatan). Kondisi sosial politik dalam negeri yang kurang kondusif ditandai oleh berbagai gejala politik, kerusuhan dan ancaman disintegrasi telah menciptakan ketidakpastian (risiko) bagi pelaku pasar, sehingga memberikan sentimen negatif bagi nilai tukar rupiah. Nilai tukar rupiah kembali menguat hingga mencapai level Rp.8.180 pada periode awal Juni 2003. Meskipun nilai tukar rupiah relatif berfluktuatif, namun dalam kurun waktu yang sama indeks harga saham baik IHSG maupun JII masih menunjukkan pergerakan yang relatif stabil dengan kisaran level di bawah rata-rata jangka panjangnya.

Nilai tukar rupiah kembali tertekan hingga kembali menembus level Rp.10.000 pada Agustus 2005 sejalan dengan sentimen penguatan USD di pasar internasional terkait kebijakan uang ketat (*tightening monetary policy*) yang diterapkan oleh The Fed. Selanjutnya pelemahan rupiah terkoreksi tajam dan cenderung bergerak stabil pada level Rp.9.000-an mulai awal 2006 sampai dengan

Universitas Indonesia

akhir periode penelitian. Dalam periode yang sama, pergerakan indeks harga saham meningkat pesat hingga awal periode 2008, untuk kemudian merosot tajam.

4.3 Model Vector Autoregressive

Pembentukan model *Vector Autoregressive* (VAR) dilakukan dengan pengolahan data melalui program *eviews* untuk kemudian dilanjutkan dengan analisis *Impulse Response Functions*. Pengolahan data dan analisis yang dilakukan tersebut ditujukan untuk membuktikan kebenaran dari hipotesis yang telah dikemukakan pada Bab I. Pembentukan model VAR ini dilakukan melalui beberapa tahapan yang meliputi penentuan lag optimum dengan menggunakan beberapa kriteria, dilanjutkan dengan uji kointegrasi untuk mengetahui apakah kombinasi linear dari variable yang digunakan mencerminkan hubungan jangka panjangnya. Setelah tahapan pembentukan model VAR dan uji kointegrasi dilakukan, maka tahap selanjutnya adalah melakukan analisis *Impulse Response Functions* atas output yang dihasilkan oleh program *eviews* tersebut. Adapun tahapan pembentukan dan analisis tersebut adalah sebagai berikut:

4.3.1 Penentuan Lag Optimum Pada Model VAR

Penentuan lag optimum dalam model *Vector Autoregressive* (VAR) merupakan faktor penting, mengingat dalam model VAR faktor masa lalu turut menjadi variabel. Pemilihan panjang lag yang tepat dapat dilakukan dengan mempertimbangkan beberapa kriteria seperti *Akaike Information Criterion* (AIC) *Schwarz SC* (SC), dan *Log likelihood*. Dalam hal ini, model yang akan dipilih adalah yang memiliki nilai AIC dan SC yang paling rendah, serta nilai absolut *Log Likelihood* yang paling besar.

a. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Berdasarkan pengolahan data diperoleh hasil bahwa lag optimal adalah lag 1. Hal ini sesuai dengan langkah pengujian yang dilakukan, yaitu dimulai dari lag paling kecil hingga lag yang lebih besar. Pengujian tersebut berhenti ketika pengujian dengan lag yang lebih besar menghasilkan angka *Akaike AIC* dan *Schwarz SC*

yang lebih besar. Dalam hal ini langkah pengujian dilakukan sampai dengan lag 6, untuk lebih meningkatkan ketelitian terhadap output yang dihasilkan. Langkah pengujian dihentikan sampai lag 6, karena sebenarnya mulai dari lag 3 sampai lag 6 angka AIC dan SC yang dihasilkan terus mengalami kenaikan atau lebih besar dari lag sebelumnya, sebaliknya nilai Log likelihood terus mengecil. Adapun hasil pengolahan data pada IHSG adalah sebagai berikut:

Tabel 4.1 Penentuan Lag Optimum pada IHSG dengan Kriteria AIC, SC, dan *Log likelihood*

| Lag | AIC | SC | Log likelihood |
|-----|----------|----------|----------------|
| 1 | 10,48165 | 10,54792 | -2241.314 |
| 2 | 10,47505 | 10,59834 | -2228.661 |
| 3 | 10,48696 | 10,66747 | -2219.966 |
| 4 | 10,50383 | 10,74177 | -2212.317 |
| 5 | 10,52977 | 10,82533 | -2206.576 |
| 6 | 10.54021 | 10.89361 | 2197.525 |

Sumber : Eviews, data diolah

Berdasarkan Tabel 4.1 tersebut di atas, dapat dilihat bahwa nilai *Akaike* AIC yang terkecil sebenarnya terdapat pada lag 2 yaitu sebesar 10,47505. Meskipun demikian nilai *Akaike* AIC pada lag 2 tersebut relatif tidak jauh berbeda dengan lag 1 dengan nilai sebesar 10,48165. Sementara itu, *Schwarz* SC terkecil terdapat pada lag 1 dengan nilai 10,54792, sebaliknya nilai absolut *Log likelihood* terbesar juga terdapat pada lag 1 dengan nilai 2.241,31. Berlandaskan pada kriteria tersebut, dan dengan prinsip parsimonius maka model yang dipilih dalam penelitian ini adalah lag 1. Dengan demikian, lag 1 memenuhi persyaratan untuk dianalisis lebih lanjut. Dalam hal ini, akan dilakukan uji kointegrasi sebelum melangkah pada analisis *Impulse Response Functions*.

Adapun hasil pengolahan data model VAR untuk IHSG pada lag 1 adalah sebagaimana Lampiran 2. Dengan demikian model VAR yang dihasilkan untuk variabel IHSG pada lag 1 adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{IHSG} = & C(1,1)*\text{IHSG}(-1) + C(1,2)*\text{OIL}(-1) + C(1,3)*\text{FFR}(-1) + C(1,4)*\text{DJIA}(-1) \\ & + C(1,5)*\text{INFLASI}(-1) + C(1,6)*\text{NT}(-1) + C(1,7) \dots\dots\dots(4.1) \end{aligned}$$

Apabila koefisien pada model tersebut diganti dengan koefisien yang diperoleh dari hasil pengolahan data sebagaimana Lampiran 2, maka model tersebut dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{IHSG} = & 0.9800531151*\text{IHSG}(-1) - 0.1103077636*\text{OIL}(-1) - 2.336793845*\text{FFR} \\ & (-1) + 0.01451072617*\text{DJIA}(-1) - 2.418079167*\text{INFLASI}(-1) - \\ & 0.001004933675*\text{NT}(-1) - 106.443446 \dots\dots\dots(4.2) \end{aligned}$$

dimana:

| | | |
|---------|---|---------------------------------|
| IHSG | = | Indeks Harga Saham Gabungan |
| Oil | = | Harga minyak dunia |
| FFR | = | Fed Fund Rate |
| DJIA | = | Indeks Dow Jones |
| Inflasi | = | Inflasi dalam negeri |
| NT | = | Nilai tukar rupiah terhadap USD |

b. Jakarta Islamic Index (JII)

Sebagaimana halnya langkah pengujian yang diterapkan pada IHSG, langkah pengujian yang sama juga dilakukan pada JII yaitu dimulai dari lag 1 dan berhenti pada lag 6. Berdasarkan hasil pengolahan data pada JII juga menunjukkan bahwa lag optimal adalah lag 1. Hal ini dikarenakan, nilai *Akaike* AIC yang dihasilkan pada lag 1 merupakan yang terkecil dengan nilai sebesar 7,269729. Demikian pula hasil yang diperoleh apabila menggunakan kriteria *Schwarz* SC dan *Log likelihood*. Nilai *Schwarz* SC terkecil terdapat pada lag 1 yaitu sebesar 7,335999, sedangkan nilai absolut *Log likelihood* terbesar juga terdapat pada lag 1 dengan nilai sebesar 1.552,357.

Tabel 4.2. Penentuan Lag Optimum pada JII dengan Kriteria AIC, SC, dan *Log likelihood*

| Lag | AIC | SC | Log likelihood |
|----------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1 | 7.269729 | 7.335999 | -1552.357 |
| 2 | 7.270077 | 7.393368 | -1542.796 |
| 3 | 7.272639 | 7.453152 | -1533.708 |
| 4 | 7.288272 | 7.526209 | -1527.402 |
| 5 | 7.308459 | 7.604023 | -1522.048 |
| 6 | 7.318382 | 7.671779 | -1514.497 |

Sumber: Eviews, data diolah

Dengan demikian, lag 1 memenuhi persyaratan untuk dianalisis lebih lanjut. Dalam hal ini, akan dilakukan uji kointegrasi sebelum melangkah pada analisis *Impulse Response Functions*.

Adapun hasil pengolahan data model VAR untuk JII pada lag 1 adalah sebagaimana Lampiran 8. Dengan demikian model yang dihasilkan untuk JII pada lag 1 adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{JII} = & C(1,1)*\text{JII}(-1) + C(1,2)*\text{OIL}(-1) + C(1,3)*\text{FFR}(-1) + C(1,4)*\text{DJIA}(-1) \\ & + C(1,5)*\text{INFLASI}(-1) + C(1,6)*\text{NT}(-1) + C(1,7) \dots\dots\dots(4.3) \end{aligned}$$

Apabila koefisien pada model tersebut diganti dengan koefisien yang diperoleh dari hasil pengolahan data sebagaimana Lampiran 8, maka model tersebut dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{JII} = & 0.9885952128*\text{JII}(-1) - 0.06425883497*\text{OIL}(-1) - 0.4079394817* \\ & \text{FFR}(-1) + 0.002537055319*\text{DJIA}(-1) - 0.4169749288*\text{INFLASI}(-1) \\ & + 3.295071161\text{e-}005*\text{NT}(-1) - 19.97847688 \dots\dots\dots(4.4) \end{aligned}$$

dimana:

JII = *Jakarta Islamic Index*

Oil = Harga minyak dunia

| | | |
|---------|---|---------------------------------|
| FFR | = | Fed Fund Rate |
| DJIA | = | Indeks Dow Jones |
| Inflasi | = | Inflasi dalam negeri |
| NT | = | Nilai tukar rupiah terhadap USD |

4.3.2 Uji Signifikansi

a. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Dalam rangka mengetahui signifikansi pengaruh variabel yang digunakan dalam penelitian terhadap pergerakan IHSG, perlu dilakukan Uji-t. Uji-t tersebut dilakukan dengan membandingkan antara nilai absolut t-Stat yang diperoleh dari model VAR dengan nilai *critical value* pada t-Tabel. Apabila nilai absolut t-Stat lebih besar dari pada nilai t tabel, atau secara ringkas apabila nilai absolut t-Stat lebih besar dari pada nilai absolut 2, maka dikatakan bahwa variabel tersebut berpengaruh signifikan terhadap pergerakan IHSG. Namun demikian, mengingat jumlah sampel yang digunakan berjumlah 430, atau lebih dari 30 maka sesuai *The Central Limit Theorem*, tabel yang digunakan adalah tabel z.

Berdasarkan output pengolahan data yang dihasilkan program eviews, diperoleh hasil t-Stat sebagaimana Tabel berikut:

Tabel 4.3 Hasil t-Stat Masing-Masing Variabel Pada Lag 1 untuk IHSG

| Varibel/ Nilai | IHSG (-1) | Oil (-1) | FFR (-1) | DJIA (-1) | Inflasi (-1) | NT (-1) |
|-------------------|-----------|----------|----------|-----------|--------------|----------|
| t- stat | 82,4924 | -0,51976 | -1,37090 | 3,42159 | -0,99286 | -0,25651 |

Sumber : Eviews, data diolah

Hipotesis: $H_0 = \beta_i = 0, \quad i = 0,1,2, \dots, 6$
 $H_a = \beta_i \neq 0$

Sementara itu pada tabel z untuk $\alpha = 5\%$ nilai critical value (CV) = 1,960, sedangkan untuk $\alpha = 10\%$ nilai CV = 1,645. Dengan membandingkan antara nilai t-Stat dengan nilai *critical value* tersebut diperoleh hasil sebagai berikut:

1. IHSG (-1)

Karena nilai t-Stat = 82,4924 > CV = 1,960, maka tolak Ho pada $\alpha = 5\%$.

Jadi variabel IHSG (-1) signifikan mempengaruhi variabel IHSG.

2. Oil (-1)

Karena nilai t-Stat = 0,51976 < CV = 1,960, maka tidak tolak Ho pada $\alpha = 5\%$.

Jadi variabel Oil (-1) tidak signifikan mempengaruhi variabel IHSG.

3. FFR (-1)

Karena nilai t-Stat = 1,37090 < CV = 1,960, maka tidak tolak Ho pada $\alpha = 5\%$.

Jadi variabel FFR (-1) tidak signifikan mempengaruhi variabel IHSG.

4. DJIA (-1)

Karena nilai t-Stat = 3,42159 > CV = 1,960, maka tolak Ho pada $\alpha = 5\%$.

Jadi variabel DJIA (-1) signifikan mempengaruhi variabel IHSG.

5. Inflasi (-1)

Karena nilai t-Stat = 0,99286 < CV = 1,960, maka tidak tolak Ho pada $\alpha = 5\%$.

Jadi variabel Inflasi (-1) tidak signifikan mempengaruhi variabel IHSG.

6. NT (-1)

Karena nilai t-Stat = 0,25651 < CV = 1,960, maka tidak tolak Ho pada $\alpha = 5\%$.

Jadi variabel NT (-1) tidak signifikan mempengaruhi variabel IHSG.

Dengan berlandaskan pada kriteria perbandingan antara nilai t-Stat dengan *critical value* yang dihasilkan pada tabel z sebagaimana telah dikemukakan di atas, dapat dikatakan bahwa pergerakan IHSG secara signifikan dipengaruhi oleh variabel IHSG periode minggu sebelumnya (lag-1) dengan nilai t-Stat sebesar 82,4924. Satu-satunya variabel lain yang juga berpengaruh secara signifikan terhadap pergerakan IHSG adalah variabel DJIA (Indeks Dow Jones) dengan nilai t-Stat sebesar 3,42159. Sementara itu, variabel lainnya berupa harga minyak dunia, Fed Fund Rate, inflasi dalam negeri, dan nilai tukar Rp terhadap USD tidak berpengaruh signifikan terhadap pergerakan IHSG.

Berdasarkan hasil output pengolahan data untuk lag 1 tersebut diperoleh nilai *adjusted R²* sebesar 99,6%, artinya variasi dari pergerakan IHSG dapat

diterangkan oleh variasi pergerakan harga minyak dunia, Fed Fund Rate, Indeks Dow Jones, inflasi dalam negeri dan nilai tukar sebesar 99,6%. Sisanya sebesar 0,4% diterangkan oleh variabel lain.

b. Jakarta Islamic Index (JII)

Sebagaimana hal-nya IHSG, untuk mengetahui signifikansi pengaruh variabel yang digunakan dalam penelitian terhadap pergerakan JII, perlu dilakukan Uji-t, yang dilakukan dengan membandingkan antara nilai absolut t-Stat yang diperoleh dari model VAR dengan nilai *critical value* pada t-Tabel. Apabila nilai absolut t-Stat lebih besar dari pada nilai t tabel, atau secara ringkas apabila nilai absolut t-Stat lebih besar dari pada nilai absolut 2, maka dikatakan bahwa variabel tersebut berpengaruh signifikan terhadap pergerakan JII. Namun demikian, mengingat jumlah sampel yang digunakan berjumlah 430, atau lebih dari 30 maka sesuai *The Central Limit Theorem*, tabel yang digunakan adalah tabel z.

Berdasarkan output pengolahan data, diperoleh hasil Uji-t sebagaimana Tabel berikut:

Tabel 4.4 Hasil t-Stat Masing-Masing Variabel Pada Lag 1 untuk JII

| Varibel/ Nilai | JII (-1) | Oil (-1) | FFR (-1) | DJIA (-1) | Inflasi (-1) | NT (-1) |
|-------------------|----------|----------|----------|-----------|--------------|---------|
| t- stat | 78,2823 | -1,51597 | -1,19347 | 3,12900 | -0,85309 | 0,04201 |

Sumber : Eviews, data diolah

Hipotesis: $H_0 = \beta_i = 0, \quad i = 0,1,2, \dots, 6$

$H_0 = \beta_i \neq 0$

Sementara itu pada tabel z untuk $\alpha = 5\%$ nilai *critical value* (CV) = 1,960, sedangkan untuk $\alpha = 10\%$ nilai CV = 1,645. Dengan membandingkan antara nilai t-Stat dengan nilai *critical value* tersebut diperoleh hasil sebagai berikut:

1. JII (-1)

Karena nilai $t\text{-Stat} = 78,2823 > CV = 1,960$, maka tolak H_0 pada $\alpha = 5\%$.

Jadi variabel JII (-1) signifikan mempengaruhi variabel JII.

2. Oil (-1)

Karena nilai $t\text{-Stat} = 1,51597 < CV = 1,960$, maka tidak tolak H_0 pada $\alpha = 5\%$.

Jadi variabel Oil (-1) tidak signifikan mempengaruhi variabel JII.

3. FFR (-1)

Karena nilai $t\text{-Stat} = 1,19347 < CV = 1,960$, maka tidak tolak H_0 pada $\alpha = 5\%$.

Jadi variabel FFR (-1) tidak signifikan mempengaruhi variabel JII.

4. DJIA (-1)

Karena nilai $t\text{-Stat} = 3,12900 > CV = 1,960$, maka tolak H_0 pada $\alpha = 5\%$.

Jadi variabel DJIA (-1) signifikan mempengaruhi variabel JII.

5. Inflasi (-1)

Karena nilai $t\text{-Stat} = 0,85309 < CV = 1,960$, maka tidak tolak H_0 pada $\alpha = 5\%$.

Jadi variabel Inflasi (-1) tidak signifikan mempengaruhi variabel JII.

6. NT (-1)

Karena nilai $t\text{-Stat} = 0,04201 < CV = 1,960$, maka tidak tolak H_0 pada $\alpha = 5\%$.

Jadi variabel NT (-1) tidak signifikan mempengaruhi variabel JII.

Dengan berlandaskan pada kriteria perbandingan antara nilai $t\text{-Stat}$ dengan *critical value* yang dihasilkan pada tabel z sebagaimana telah dikemukakan di atas, dapat dikatakan bahwa pergerakan JII secara signifikan dipengaruhi oleh variabel JII periode minggu sebelumnya (lag-1) dengan nilai $t\text{-Stat}$ sebesar 78,2823. Satu-satunya variabel lain yang juga berpengaruh secara signifikan terhadap pergerakan JII adalah variabel DJIA (Indeks Dow Jones) dengan nilai $t\text{-Stat}$ sebesar 3,12900. Sementara itu, variabel lainnya berupa harga minyak dunia, Fed Fund Rate, inflasi dalam negeri, dan nilai tukar Rp terhadap USD tidak berpengaruh signifikan terhadap pergerakan JII.

Berdasarkan hasil output pengolahan data untuk lag 1 tersebut diperoleh nilai *adjusted R²* sebesar 99,5%, artinya variasi dari pergerakan JII dapat diterangkan oleh variasi pergerakan harga minyak dunia, Fed Fund Rate, Indeks Dow Jones, inflasi dalam negeri dan nilai tukar sebesar 99,5%. Sisanya sebesar 0,5% diterangkan oleh variabel lain.

Secara keseluruhan berdasarkan hasil Uji-t baik pada pergerakan IHSG maupun JII diperoleh hasil bahwa:

1. Pergerakan kedua indeks saham secara signifikan dipengaruhi oleh pergerakan masing-masing indeks pada periode waktu sebelumnya (Lag- 1).
2. Dari lima variabel makroekonomi global dan domestik yang digunakan dalam penelitian ini, satu-satunya variabel yang secara signifikan berpengaruh terhadap pergerakan indeks saham, baik IHSG maupun JII adalah Indeks Dow Jones.

Dengan demikian dapat dikatakan pergerakan kedua indeks saham baik IHSG yang beraktivitas secara konvensional maupun JII yang telah mengalami *screening process* menunjukkan hasil yang tidak berbeda. Dalam hal ini jumlah dan jenis variabel makroekonomi yang berpengaruh signifikan baik terhadap pergerakan IHSG dan JII adalah tidak berbeda.

4.3.3 Uji Kointegrasi

Dalam rangka mengetahui apakah model VAR yang diperoleh dapat digunakan untuk menggambarkan hubungan jangka panjang dari variabel-variabel yang digunakan perlu dilakukan uji kointegrasi. Pada dasarnya kointegrasi merupakan suatu kondisi dimana kombinasi linier dari variabel-variabel yang digunakan bersifat stasioner, sehingga mencerminkan hubungan jangka panjang. Hal ini dikarenakan seringkali data makroekonomi bersifat non-stasioner, dan apabila dilakukan *differencing*, maka terkadang model yang dihasilkan kurang memuaskan atau bahkan sulit diinterpretasi. Dengan demikian, pembuatan model VAR kointegrasi merupakan jalan keluar dari permasalahan tersebut.

Dalam penelitian ini, uji kointegrasi yang digunakan adalah Johansen *Cointegration Test* yang telah tersedia dalam program *eviews*. Uji Johansen ini dilakukan dengan menggunakan dua statistik, yaitu *Trace Test* dan *Maximum-Eigen Test*. Dalam hal ini, jika statistik *Trace Test* maupun *Maximum Eigenvalue* bernilai lebih besar dari *critical value* 0,05, maka dikatakan tolak H_0 atau dengan kata lain terdapat hubungan kointegrasi dari variabel yang diuji.

a. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Berdasarkan pengolahan data diperoleh hasil sebagaimana Tabel 4.5 berikut:

Tabel 4.5. Hasil Uji Kointegrasi Pada IHSG

Date: 11/01/08 Time: 19:53
 Sample (adjusted): 7/21/2000 9/26/2008
 Included observations: 428 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: IHSG OIL FFR DJIA INFLASI NT
 Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Trace Statistic | 0.05 Critical Value | Prob.** |
|------------------------------|------------|--------------------|------------------------|---------|
| None * | 0.146345 | 138.4193 | 95.75366 | 0.0000 |
| At most 1 * | 0.060613 | 70.69745 | 69.81889 | 0.0425 |
| At most 2 | 0.058793 | 43.93545 | 47.85613 | 0.1113 |
| At most 3 | 0.023444 | 18.00204 | 29.79707 | 0.5659 |
| At most 4 | 0.015499 | 7.848521 | 15.49471 | 0.4817 |
| At most 5 | 0.002714 | 1.163062 | 3.841466 | 0.2808 |

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Max-Eigen Statistic | 0.05 Critical Value | Prob.** |
|------------------------------|------------|------------------------|------------------------|---------|
| None * | 0.146345 | 67.72188 | 40.07757 | 0.0000 |
| At most 1 | 0.060613 | 26.76200 | 33.87687 | 0.2763 |
| At most 2 | 0.058793 | 25.93341 | 27.58434 | 0.0801 |
| At most 3 | 0.023444 | 10.15351 | 21.13162 | 0.7301 |
| At most 4 | 0.015499 | 6.685458 | 14.26460 | 0.5270 |
| At most 5 | 0.002714 | 1.163062 | 3.841466 | 0.2808 |

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Sumber : Eviews, data diolah

Hipotesis:

Pengujian berdasarkan Trace Test dilakukan dengan hipotesis:

$H_0: r = 0$ (tidak ada kointegrasi)

$H_1: r > 0$ (ada kointegrasi)

Sementara itu, pengujian berdasarkan Maximum-Eigen Test dilakukan dengan hipotesis sebagai berikut:

$H_0: r = 0$ (tidak ada kointegrasi)

$H_1: r = 1$ (Ada 1 vektor kointegrasi)

Dari Tabel 4.5 tersebut, terlihat bahwa:

- a. Terdapat dua nilai statistik *Trace Test* yang bernilai lebih besar dibandingkan nilai *critical value*. Pada baris pertama *Trace Test* menunjukkan nilai sebesar 138,4193, lebih besar dari pada *critical value* yang sebesar 95,75366. Sementara itu, pada baris kedua *Trace Test* menunjukkan nilai 70,69745, lebih besar dibandingkan *critical value* yang mempunyai nilai sebesar 69,81889. Dengan hasil tersebut, berarti tolak H_0 atau dengan kata lain terdapat hubungan kointegrasi dari variabel yang diuji.
- b. Terdapat satu *Maximum Eigenvalue* yang bernilai lebih besar dibandingkan nilai *critical value*, sebagaimana terlihat pada baris pertama. Dalam hal ini, *Maximum Eigenvalue* yang dihasilkan adalah sebesar 67,72188, lebih besar dibandingkan *critical value* yang sebesar 40,07757. Berdasarkan hasil tersebut, berarti tolak H_0 atau dengan kata lain terdapat hubungan kointegrasi dari variabel yang diuji.

Dengan demikian, berdasarkan uji kointegrasi dapat disimpulkan bahwa kombinasi linier dari variabel-variabel yang digunakan bersifat stasioner, sehingga dapat digunakan untuk menggambarkan hubungan jangka panjang dari variabel yang diteliti.

b. Jakarta Islamic Index (JII)

Sebagaimana halnya uji kointegrasi pada IHSG, pengujian pada JII juga dilakukan dengan menggunakan hipotesis sebagai berikut:

Pengujian berdasarkan Trace Test dilakukan dengan hipotesis:

$H_0: r = 0$ (tidak ada kointegrasi)

$H_1: r > 0$ (ada kointegrasi)

Sementara itu, pengujian berdasarkan Maximum-Eigen Test dilakukan dengan hipotesis sebagai berikut:

$H_0: r = 0$ (tidak ada kointegrasi)

$H_1: r = 1$ (Ada 1 vektor kointegrasi)

Adapun hasil pengolahan data untuk uji kointegrasi pada JII adalah sebagaimana terdapat pada Tabel 4.6. Berdasarkan Tabel 4.6 diperoleh hasil yaitu:

- a. Terdapat dua nilai statistik *Trace Test* yang bernilai lebih besar dibandingkan nilai *critical value*. Pada baris pertama *Trace Test* menunjukkan nilai sebesar 143,7464, lebih besar dibandingkan *critical value* yang memiliki nilai sebesar 95,75366. Sementara itu, pada baris kedua *Trace Test* menunjukkan nilai 76,60082, lebih besar dibandingkan *critical value* yang mempunyai nilai sebesar 69,81889. Dengan hasil tersebut, berarti tolak H_0 atau dengan kata lain terdapat hubungan kointegrasi dari variabel yang diuji.
- b. Terdapat satu *Maximum Eigenvalue* yang bernilai lebih besar dibandingkan nilai *critical value*, sebagaimana terlihat pada baris pertama. Dalam hal ini, *Maximum Eigenvalue* yang dihasilkan adalah sebesar 67,14556, lebih besar dibandingkan *critical value* yang sebesar 40,07757. Berdasarkan hasil tersebut, berarti tolak H_0 atau dengan kata lain terdapat hubungan kointegrasi dari variabel yang diuji.

Tabel 4.6. Hasil Uji Kointegrasi Pada JII

Sample (adjusted): 7/21/2000 9/26/2008
 Included observations: 428 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: JII OIL FFR DJIA INFLASI NT
 Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Trace Statistic | 0.05 Critical Value | Prob.** |
|------------------------------|------------|--------------------|------------------------|---------|
| None * | 0.145195 | 143.7464 | 95.75366 | 0.0000 |
| At most 1 * | 0.074139 | 76.60082 | 69.81889 | 0.0130 |
| At most 2 | 0.054474 | 43.63126 | 47.85613 | 0.1179 |
| At most 3 | 0.023578 | 19.65749 | 29.79707 | 0.4464 |
| At most 4 | 0.018894 | 9.445052 | 15.49471 | 0.3258 |
| At most 5 | 0.002988 | 1.280932 | 3.841466 | 0.2577 |

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Max-Eigen Statistic | 0.05 Critical Value | Prob.** |
|------------------------------|------------|------------------------|------------------------|---------|
| None * | 0.145195 | 67.14556 | 40.07757 | 0.0000 |
| At most 1 | 0.074139 | 32.96955 | 33.87687 | 0.0639 |
| At most 2 | 0.054474 | 23.97378 | 27.58434 | 0.1356 |
| At most 3 | 0.023578 | 10.21244 | 21.13162 | 0.7244 |
| At most 4 | 0.018894 | 8.164120 | 14.26460 | 0.3623 |
| At most 5 | 0.002988 | 1.280932 | 3.841466 | 0.2577 |

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Sumber: Eviews, data diolah

Dengan demikian, berdasarkan uji kointegrasi dapat disimpulkan bahwa kombinasi linier dari variabel-variabel yang digunakan bersifat stasioner, sehingga dapat digunakan untuk menggambarkan hubungan jangka panjang dari variabel yang diteliti.

Universitas Indonesia

Selanjutnya berdasarkan hasil uji kointegrasi terhadap model VAR yang diperoleh baik yang menggambarkan hubungan IHSG maupun JII tersebut, analisis dapat dilanjutkan dengan analisis *Impulse Response Functions*.

4.4 *Impulse Response Functions*

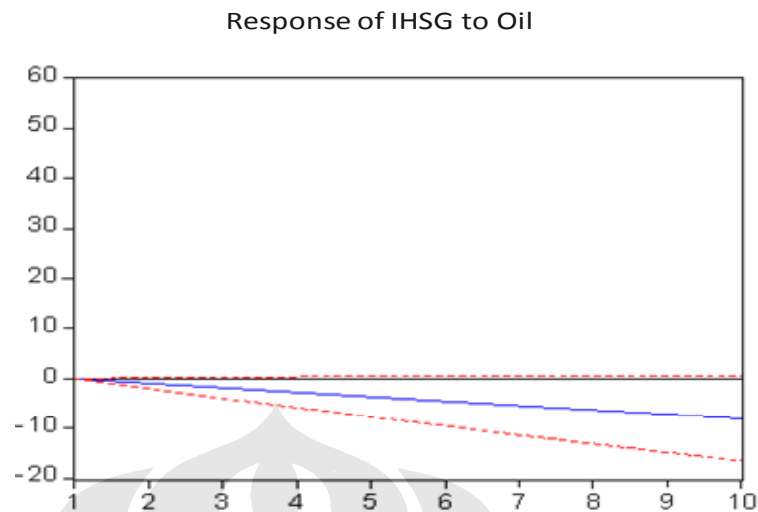
Dalam rangka mengetahui bagaimana respon dari suatu variabel terhadap kejutan atau *shock* yang terjadi dari variabel itu sendiri dengan variabel lainnya digunakan analisis *Impulse Response Functions*. Melalui analisis tersebut juga dapat dilihat, setelah terjadi *shock* pada suatu variabel, apakah variabel tersebut dan variabel lainnya mampu kembali kepada titik keseimbangan jangka panjangnya. Apabila variabel tersebut mampu kembali kepada titik keseimbangannya, maka berapa lama periode yang dibutuhkan untuk kembali pada titik keseimbangan tersebut.

Dalam kaitan ini, analisis *Impulse Response Functions* bermanfaat menjawab pertanyaan yang telah dikemukakan sebelumnya, yaitu bagaimana respon IHSG dan JII terhadap *shock* variabel makroekonomi. Selanjutnya analisis *Impulse Response Functions* juga diperlukan untuk menguji hipotesis penelitian yaitu apakah benar bahwa setelah terjadi *shock* pada suatu variabel makroekonomi baik global maupun domestik (Indonesia), JII akan mampu kembali kepada garis keseimbangan jangka panjangnya secara lebih cepat dibandingkan IHSG.

4.4.1 Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

a. Respon Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Terhadap *Shock* Harga Minyak

Respon IHSG terhadap *shock* harga minyak adalah sebagaimana Grafik 4.6. berikut:



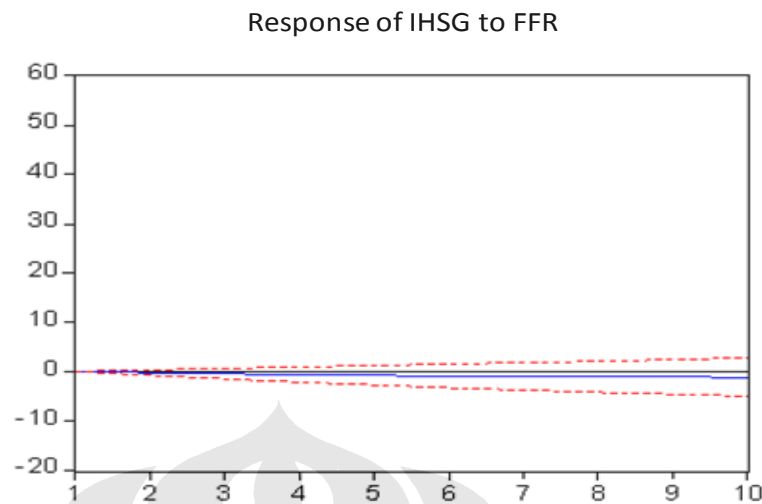
Sumber: Eviews, data diolah

Grafik 4.6. Respon IHSG terhadap *shock* harga minyak

Berdasarkan Grafik 4.6. tersebut di atas, dapat dilihat bahwa respon IHSG menunjukkan kondisi negatif yang permanen artinya apabila terjadi *shock* pada harga minyak maka IHSG akan memberikan respon berupa penurunan indeks. IHSG tidak akan kembali kepada garis keseimbangan jangka panjang secara alami (*nature*), kecuali jika harga minyak itu sendiri yang mengalami penyesuaian. Respon yang negatif ini sejalan dengan hasil penelitian Jones dan Kaul (1996) yang membuktikan bahwa kenaikan harga minyak pasca perang (*postwar*) berpengaruh negatif terhadap pasar saham pada masing-masing negara yang diteliti, yaitu United States, Kanada, Jepang, dan United Kingdom.

b. Respon Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Terhadap *Shock* Fed Fund Rate

Respon IHSG terhadap *shock* Fed Fund Rate adalah sebagaimana Gambar berikut:



Sumber: Eviews, data diolah

Grafik 4.7. Respon IHSG terhadap *shock Fed Fund Rate*

Berdasarkan Grafik 4.7. tersebut di atas, apabila terjadi *shock* pada Fed Fund Rate, maka IHSG akan memberikan respon negatif yang bersifat permanen meskipun tidak setajam respon IHSG terhadap *shock* harga minyak. Meskipun demikian, IHSG tidak akan kembali kepada garis keseimbangan jangka panjang secara alami (*nature*), kecuali jika Fed Fund Rate itu sendiri yang mengalami penyesuaian.

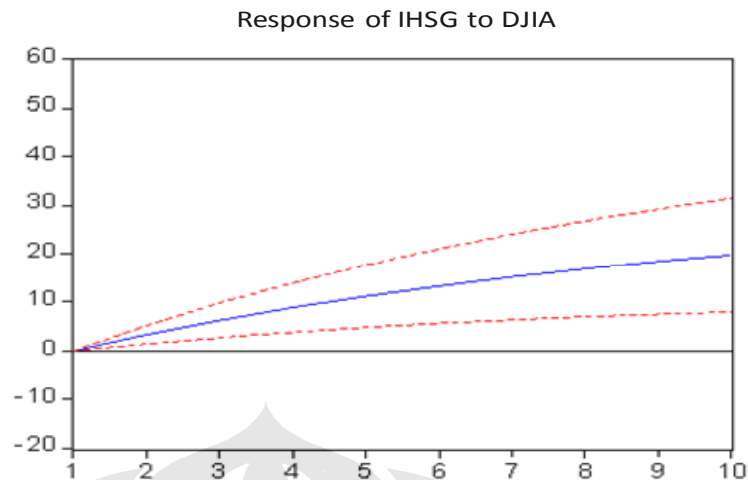
Respon yang negatif permanen tersebut, mengindikasikan bahwa kenaikan Fed Fund Rate akan direspon pelaku pasar dengan melakukan aksi jual saham sehingga mengakibatkan terjadinya penurunan harga saham. Hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wongswan (2005) yang menunjukkan bahwa kenaikan Fed Fund Rate akan direspon negatif oleh pasar saham global termasuk di Indonesia. Semakin terintegrasinya pasar keuangan global merupakan salah satu faktor yang turut mempengaruhi terjadinya respon tersebut. Selain itu, menurut Wongswan (2005) kebijakan moneter di AS berupa kenaikan Fed Fund Rate akan mengakibatkan penurunan harga saham di negara lain yang salah satunya terjadi melalui jalur suku bunga. Dalam hal ini, kenaikan Fed Fund Rate dapat memicu kenaikan suku bunga global, dan pada akhirnya akan mengakibatkan penurunan harga saham di negara lain tersebut.

Namun demikian, respon IHSG terhadap *shock* yang terjadi pada Fed Fund Rate berdasarkan analisis Impulse Response Functions relatif tidak terlalu tajam. Kondisi ini diperkirakan karena kebijakan moneter yang diterapkan The Fed berupa kenaikan Fed Fund Rate dalam kenyataannya tidak selalu diikuti oleh kenaikan BI-Rate. Dalam hal ini, Bank Indonesia selaku Otoritas Moneter tentunya mempunyai pertimbangan sendiri dalam menerapkan kebijakan moneter yang menjadi wewenangnya. Sebagai contoh pada saat The Fed mulai menerapkan *easing monetary policy* sejak September 2007 sampai berakhirnya periode penelitian (September 2008), Bank Indonesia masih menerapkan *tightening monetary policy* melalui kebijakannya yang menaikkan BI-Rate hingga mencapai 9,25% pada akhir September 2008, sebagai salah satu langkah yang ditempuh guna meredam tekanan inflasi.

Dengan demikian, ketika terjadi *shock* pada Fed Fund Rate, diperkirakan pelaku pasar masih mempertimbangkan faktor lainnya di dalam negeri seperti BI-Rate. Hal ini mengakibatkan, walaupun terjadi aksi jual saham namun relatif tidak terlalu besar, sehingga secara keseluruhan pengaruhnya terhadap penurunan harga saham juga relatif tidak terlalu besar.

c. Respon Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Terhadap Shock Indeks Dow Jones

Respon IHSG terhadap *shock* Indeks Dow Jones adalah sebagaimana Grafik berikut:



Sumber: Eviews, data diolah

Grafik 4.8. Respon IHSJ dan JII terhadap *shock* Indeks Dow Jones (DJIA)

Berdasarkan Grafik 4.8. tersebut di atas dapat dilihat bahwa apabila terjadi *shock* pada Indeks Dow Jones, maka IHSJ akan memberikan respon positif yang bersifat permanen. Dalam arti, apabila terjadi *shock* berupa kenaikan pada indeks Dow Jones, maka akan direspon dengan kenaikan IHSJ.

Hasil penelitian yang menunjukkan positifnya respon IHSJ terhadap *shock* yang terjadi pada indeks Dow Jones, sejalan dengan hasil perhitungan koefisien korelasi antara IHSJ dengan indeks Dow Jones. Berdasarkan hasil perhitungan, koefisien korelasi antara IHSJ dengan Indeks Dow Jones adalah sebesar 0,85, yang menunjukkan kuatnya korelasi antara pasar saham Indonesia dengan Amerika. Hasil ini juga sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan Eun dan Shim (1989) yang membuktikan bahwa pasar saham Amerika merupakan pasar saham yang paling berpengaruh terhadap pasar saham lainnya di dunia.

Kondisi ini semakin menunjukkan bahwa perilaku pelaku pasar saham di bursa Indonesia masih sangat dipengaruhi oleh perilaku pelaku pasar saham global yang diwakili oleh Indeks Dow Jones. Apalagi dari lima variabel makroekonomi yang digunakan dalam penelitian ini, Indeks Dow Jones merupakan satu-satunya variabel makroekonomi yang berpengaruh signifikan terhadap pergerakan IHSJ.

Data pendukung yang dapat membantu menjelaskan kondisi tersebut adalah relatif tingginya porsi kepemilikan dan meningkatnya nilai transaksi

perdagangan yang dilakukan oleh pihak asing pada bursa saham di Indonesia. Berdasarkan data KSEI, porsi kepemilikan asing pada bulan Mei 2008 berada pada level 59,8%, lebih rendah dari posisi triwulan sebelumnya yang mencapai 61,1% (Bank Indonesia, 2008). Sementara itu, berdasarkan data statistik pasar modal (Bapepem LK, 2008), nilai transaksi (saham) perdagangan oleh pihak asing dari tahun 2000 sampai dengan September 2008 terus menunjukkan peningkatan (Tabel 4.7).

Tabel 4.7. Persentase Rata-Rata Nilai Perdagangan terhadap Total Perdagangan (Domestik dan Asing)

| Periode | Nilai transaksi (saham) dan persentase terhadap total perdagangan | | | | |
|--------------------|---|----------------------|--------|------------------|--------|
| | Total (Rp juta) | Indonesia (Rp. juta) | % | Asing (Rp. juta) | % |
| 2000 | 122.774.764,3 | 98.090.739,0 | 79,89 | 24.684.025,3 | 20,11 |
| 2001 | 97.522.823,9 | 87.005.789,9 | 89,22 | 10.517.034,0 | 10,78 |
| 2002 | 120.762.816,5 | 111.112.452,3 | 92,01 | 9.650.364,2 | 7,99 |
| 2003 | 125.456.368,8 | 90.262.103,2 | 71,95 | 35.194.265,5 | 28,05 |
| 2004 | 247.006.931,7 | 145.651.813,9 | 58,97 | 101.355.185,7 | 41,03 |
| 2005 | 406.070.586,7 | 241.277.924,0 | 59,42 | 164.792.662,6 | 40,58 |
| 2006 | 445.708.122,9 | 313.823.328,5 | 70,41 | 131.884.794,5 | 29,59 |
| 2007 | 1.050.154.301,2 | 822.654.539,5 | 78,34 | 227.499.761,7 | 21,66 |
| 2008 (s.d Sept) | 904,359,123.8 | 679,493,148.1 | 75.14% | 224,865,975.7 | 24.86% |

Sumber: Statistik Pasar Modal, 29 September – 10 Oktober 2008, Bapepem-LK.

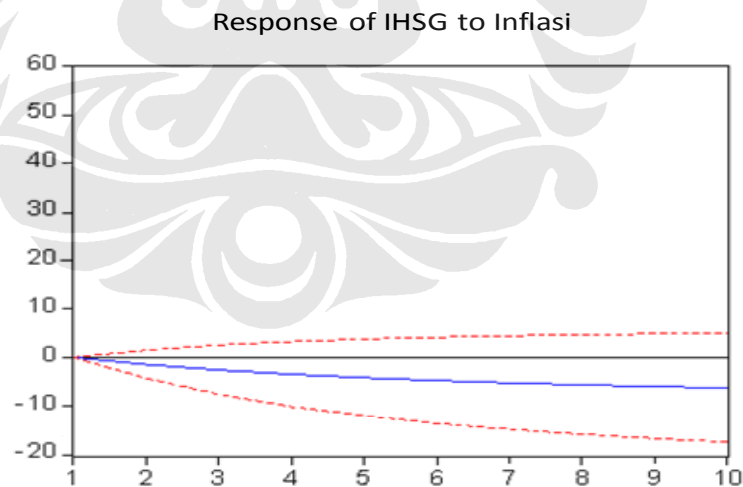
Jika pada 2000, nilai transaksi perdagangan saham oleh pihak asing masih tercatat sebesar Rp.24,68 trilyun atau hanya sekitar 20,11% dari total nilai perdagangan saham. Sementara itu selama 2008 (sampai dengan September), nilai perdagangan oleh pihak asing meningkat menjadi Rp. 224,87 trilyun atau sekitar

24,86% dari total nilai perdagangan. Persentase nilai transaksi perdagangan saham oleh pihak asing yang tertinggi selama periode tersebut, terjadi pada tahun 2004 dan 2005 yang masing-masing mencapai 41,03% dan 40,58%. Tingginya nilai transaksi perdagangan pihak asing pada periode tersebut terjadi sejalan dengan kenaikan indeks di bursa saham Indonesia.

Relatif tingginya porsi kepemilikan pihak asing dalam bursa saham di Indonesia, diperkirakan merupakan salah satu faktor yang turut mendukung terjadinya fluktuasi di pasar saham di Indonesia melalui transaksi saham jangka pendek guna meraih keuntungan dari *capital gain*. Kondisi ini dapat diperparah jika investor dalam negeri cenderung hanya cenderung mengikuti perilaku pihak asing tersebut.

d. Respon Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Terhadap *Shock* Inflasi Dalam Negeri

Respon IHSG terhadap inflasi dalam negeri adalah sebagaimana Grafik 4.9. berikut:



Sumber: Eviews, data diolah

Grafik 4.9. Respon IHSG terhadap *shock* Inflasi Dalam Negeri

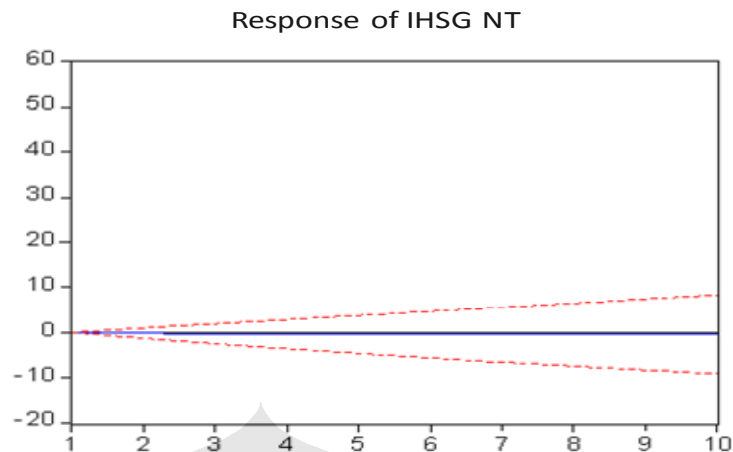
Berdasarkan Grafik 4.9. tersebut di atas, dapat dilihat bahwa IHSG akan memberikan respon yang bersifat negatif permanen terhadap *shock* yang terjadi

pada variabel inflasi dalam negeri. Kondisi negatif yang permanen tersebut menunjukkan bahwa apabila terjadi *shock* pada inflasi dalam negeri maka IHSG akan terus mengalami penurunan dan tidak akan kembali kepada garis keseimbangan jangka panjang secara alami (*nature*), kecuali jika inflasi itu sendiri yang mengalami penyesuaian. Respon IHSG yang negatif tersebut konsisten dengan teori yang dikemukakan Slifers dan Carners (1995), bahwa inflasi berhubungan negatif dengan harga saham.

Pengaruh inflasi terhadap harga saham dapat dijelaskan melalui nilai riil asset serta dividen. Di satu sisi, kenaikan inflasi akan mengakibatkan nilai riil asset atau dividen mengalami penurunan, sehingga mengakibatkan pelaku pasar cenderung mengalihkan aktivitas investasinya kepada alternatif yang dinilai lebih menguntungkan. Inflasi yang berlanjut juga dapat menimbulkan ekspektasi bahwa kenaikan inflasi masih akan terjadi di masa yang akan datang, sehingga akan sangat mempengaruhi perilaku investor dalam melakukan pengambilan keputusan terkait penanaman dana yang dilakukannya. Di sisi lain, kenaikan inflasi dapat memicu ekspektasi pelaku pasar akan dilakukannya kebijakan *tightening monetary policy*, yang dapat mengakibatkan kenaikan *cost of borrowing*, sehingga memicu penurunan harga saham.

e. Respon Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Terhadap *Shock* Nilai Tukar

Respon IHSG terhadap *shock* nilai tukar adalah sebagaimana Grafik 4.10. Berdasarkan Grafik tersebut, IHSG cenderung memberikan respon yang relatif tidak terlalu besar, dalam arti pergerakan indeks saham tersebut hanya berada di sekitar garis keseimbangan jangka panjang. Hal ini menunjukkan bahwa apabila terjadi *shock* pada *nilai tukar*, dalam arti apabila nilai tukar rupiah mengalami depresiasi maka reaksi negatif pelaku pasar untuk melakukan aksi jual terhadap saham perusahaan yang dimilikinya cenderung tidak terlalu besar.



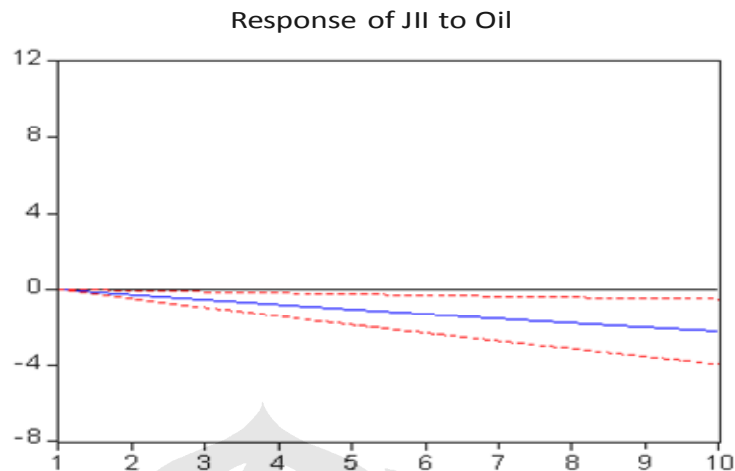
Sumber: Eviews, data diolah

Grafik 4.10 Respon IHSG terhadap *shock* Nilai Tukar Rupiah

4.4.2 Jakarta Islamic Index

a. Respon Jakarta Islamic Index (JII) Terhadap *Shock* Harga Minyak

Respon JII terhadap *shock* harga minyak adalah sebagaimana Grafik 4.11. Berdasarkan Grafik tersebut, dapat dilihat bahwa respon JII juga menunjukkan kondisi negatif yang permanen. Dalam arti setelah terjadinya *shock* pada harga minyak, JII tidak akan kembali kepada garis keseimbangan jangka panjang secara alami (*nature*), kecuali jika harga minyak itu sendiri yang mengalami penyesuaian. Selanjutnya, apabila dibandingkan dengan respon IHSG terhadap *shock* harga minyak, dapat dikatakan bahwa respon JII adalah sama dengan respon IHSG tersebut, yaitu sama-sama menunjukkan kondisi negatif permanen dan tidak mampu kembali kepada garis keseimbangan jangka panjangnya secara alami.



Sumber: Eviews, data diolah

Grafik 4.11 Respon JII terhadap *shock* harga minyak

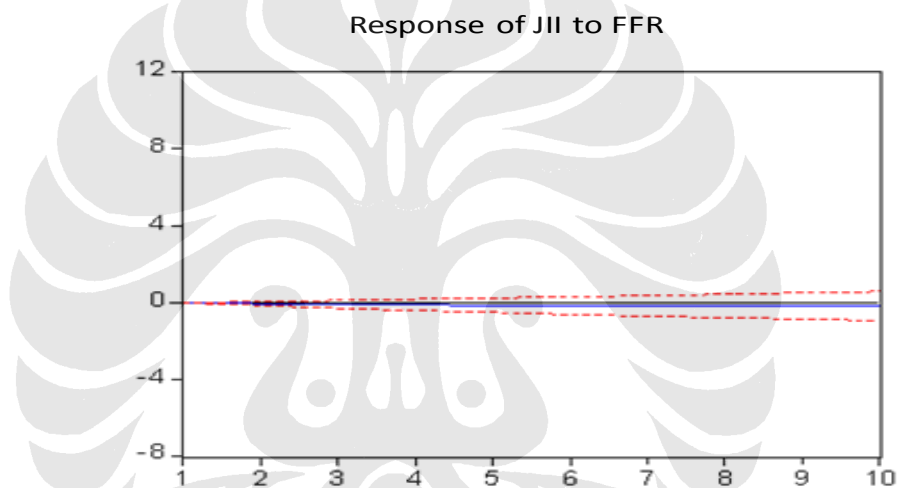
Kondisi yang negatif permanen ini menunjukkan bahwa kenaikan harga minyak akan direspon pelaku pasar dengan melakukan aksi jual terhadap saham perusahaan yang tergabung dalam JII. Hal ini diperkirakan karena pelaku pasar berspekulasi bahwa kenaikan harga minyak akan mengakibatkan meningkatnya *cost of production* dari perusahaan, yang dapat berakibat pada turunnya profit perusahaan atau bahkan dapat mengakibatkan perusahaan mengalami kesulitan keuangan.

Pada kenyataannya dari 30 perusahaan yang tergabung dalam JII, hanya terdapat beberapa perusahaan yang bergerak di sektor pertambangan antara lain saham BUMI, ITMG, dan PTBA. Ketika harga minyak dunia melesat dari USD 96 per barel pada akhir minggu keempat Desember 2007 hingga menjadi USD 145,29 per barel pada akhir minggu pertama bulan Juli 2008, harga saham ketiga perusahaan tersebut memang menunjukkan peningkatan yang cukup tinggi. Dalam periode tersebut, saham BUMI naik dari Rp.6.000,00 menjadi Rp. 7.500,00, saham ITMG naik dari Rp.18.900,00 menjadi Rp.33.000,00, sedangkan saham PT. BA naik Rp.12.000,00 menjadi Rp.16.000,00. Namun demikian, sebagian besar saham lainnya yang bergerak pada berbagai sektor di luar pertambangan dan secara keseluruhan memiliki bobot lebih besar dalam pembentukan JII, justru mengalami penurunan yang terefleksi dari turunnya JII pada periode tersebut dari

493,01 menjadi 416,8. Dalam konteks ini, dapat disebutkan beberapa harga saham perusahaan yang tergabung dalam JII dan selama periode tersebut mengalami penurunan antara lain saham INCO yang turun dari Rp.9.389,02 menjadi Rp.5.850,00, saham SMGR turun dari Rp.5.600,00 menjadi Rp.3.975, serta saham TLKM turun dari Rp.9.995,79 menjadi Rp.7.238,33.

b. Respon *Jakarta Islamic Index (JII)* Terhadap *Shock Fed Fund Rate*

Respon JII terhadap *shock* Fed Fund Rate adalah sebagaimana Grafik berikut:



Sumber: Eviews, data diolah

Grafik 4.12 Respon JII terhadap *shock Fed Fund Rate*

Berdasarkan Grafik 4.12. tersebut di atas, apabila terjadi *shock* pada Fed Fund Rate, maka JII akan memberikan respon negatif yang bersifat permanen meskipun tidak setajam respon JII terhadap *shock* harga minyak. Meskipun demikian, JII tidak akan kembali kepada garis keseimbangan jangka panjang secara alami (*nature*), kecuali jika Fed Fund Rate itu sendiri yang mengalami penyesuaian. Respon yang negatif permanen tersebut, sejalan dengan respon yang ditunjukkan oleh IHSG ketika terjadi *shock* pada Fed Fund Rate. Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa apabila terjadi *shock* pada Fed Fund Rate, respon JII adalah sama dengan respon IHSG, yaitu sama-sama menunjukkan

kondisi negatif permanen dan tidak mampu kembali kepada garis keseimbangan jangka panjangnya secara alami.

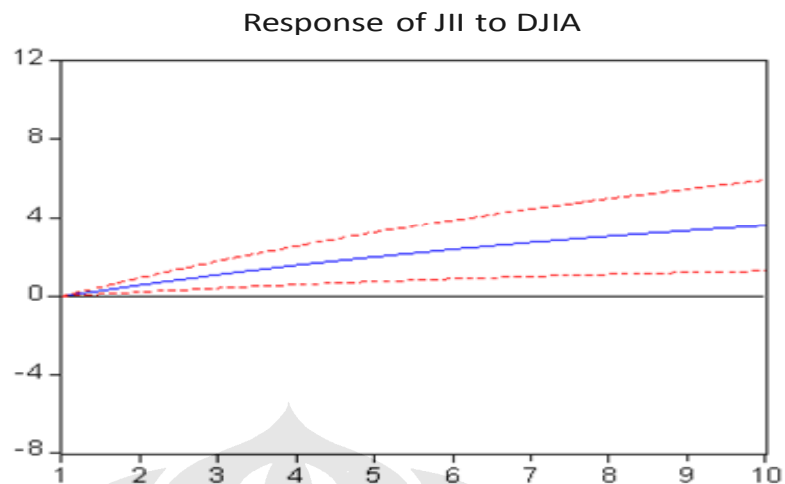
Secara teoritis, menurut Wongswan (2005) memang kebijakan moneter di AS berupa kenaikan Fed Fund Rate akan mengakibatkan penurunan harga saham di negara lain yang salah satunya terjadi melalui jalur suku bunga. Dalam hal ini, kenaikan Fed Fund Rate dapat memicu kenaikan suku bunga global, dan pada akhirnya akan mengakibatkan penurunan harga saham di negara lain tersebut.

Namun sebagaimana respon IHSG, respon JII terhadap *shock* yang terjadi pada Fed Fund Rate berdasarkan analisis Impulse Response Functions relatif tidak terlalu tajam. Kondisi ini diperkirakan karena kebijakan moneter yang diterapkan The Fed berupa kenaikan Fed Fund Rate dalam kenyataannya tidak selalu diikuti oleh kenaikan BI-Rate. Ketika terjadi *shock* pada Fed Fund Rate, pelaku pasar diperkirakan masih mempertimbangkan faktor lainnya di dalam negeri seperti BI-Rate, sehingga walaupun terjadi aksi jual saham namun relatif tidak terlalu besar. Dengan demikian, sehingga secara keseluruhan pengaruhnya terhadap penurunan harga saham juga relatif tidak terlalu besar. Sebagai contoh ketika The Fed menerapkan kebijakan moneter ketat dengan menaikkan suku bunga pada bulan Juni 2006 dari 5% menjadi 5,25%, JII justru naik dari 228,51 (23 Juni 2006) menjadi 233,27 (30 Juni 2006) atau justru menunjukkan hubungan yang positif.

Namun demikian, hubungan yang negatif terlihat ketika The Fed menurunkan Fed Fund Rate dari 5,25% menjadi 4,75% pada bulan September 2008. Ketika itu JII mengalami kenaikan dari 375,5 (14 September 2007) menjadi 397,2 (21 September 2008). Dalam periode ini kenaikan harga yang terjadi pada saham perusahaan yang memiliki bobot relatif cukup besar dalam perhitungan JII, antara lain terlihat pada saham BUMI yang naik dari Rp.2.975,00 menjadi Rp.3.450,00, saham INCO yang naik dari Rp.5.862,65 menjadi Rp.6.291,86, dan saham TLKM yang naik dari Rp.10.488,19 menjadi Rp.10.980,60.

c. Respon Jakarta Islamic Index (JII) Terhadap Shock Indeks Dow Jones

Respon JII terhadap *shock* Indeks Dow Jones adalah sebagaimana Grafik 4.13. berikut:



Sumber: Eviews, data diolah

Grafik 4.13 Respon JII terhadap *shock* Indeks Dow Jones (DJIA)

Berdasarkan Grafik 4.13. tersebut di atas dapat dilihat bahwa apabila terjadi *shock* pada Indeks Dow Jones, maka JII akan memberikan respon positif yang bersifat permanen. Dalam arti, apabila terjadi *shock* berupa kenaikan pada Indeks Dow Jones, maka akan direspon dengan kenaikan JII. Kondisi ini juga menunjukkan bahwa respon JII terhadap *shock* pada Indeks Dow Jones, dapat dikatakan sama dengan respon yang diberikan oleh IHSG terhadap *shock* Indeks Dow Jones.

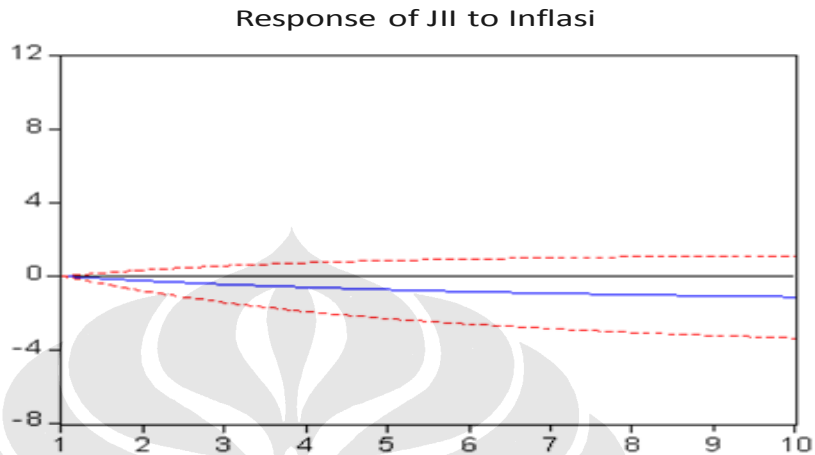
Hasil penelitian yang menunjukkan positifnya respon JII terhadap *shock* yang terjadi pada indeks Dow Jones, juga sejalan dengan hasil perhitungan koefisien korelasi antara indeks saham dimaksud dengan indeks Dow Jones. Berdasarkan hasil perhitungan, koefisien korelasi antara JII dengan Indeks Dow Jones adalah sebesar 0,84, tidak jauh berbeda dengan hasil perhitungan koefisien korelasi antara IHSG dengan Indeks Dow Jones yang sebesar 0,85. Hasil tersebut juga membuktikan kuatnya korelasi antara pasar saham Indonesia baik IHSG maupun JII dengan pasar saham Amerika.

Sebagaimana hal-nya yang terjadi pada IHSG, respon yang positif permanen dan kuatnya korelasi antara JII dengan pasar saham di Amerika diperkirakan terkait erat dengan relatif cukup besarnya porsi kepemilikan pihak asing pada bursa saham di Indonesia yang disinyalir hanya melakukan penempatan dalam jangka pendek guna meraih keuntungan dari *capital gain*.

Universitas Indonesia

d. Respon Jakarta Islamic Index (JII) Terhadap Shock Inflasi Dalam Negeri

Respon IHSX terhadap inflasi dalam negeri adalah sebagaimana Grafik berikut:



Sumber: Eviews, data diolah

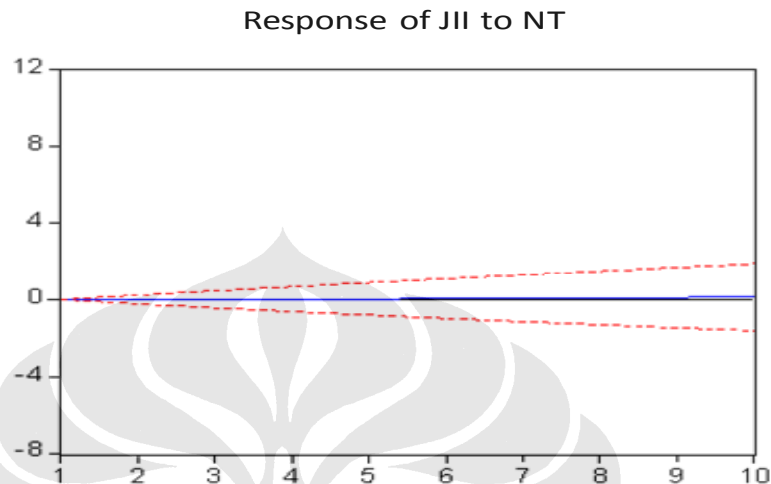
Grafik 4.14 Respon JII terhadap *shock* Inflasi Dalam Negeri

Grafik 4.14. tersebut di atas menunjukkan bahwa JII juga akan memberikan respon yang bersifat negatif permanen terhadap *shock* yang terjadi pada variabel inflasi dalam negeri. Kondisi negatif yang permanen tersebut menunjukkan bahwa apabila terjadi *shock* pada inflasi dalam negeri maka JII akan terus mengalami penurunan dan tidak akan kembali kepada garis keseimbangan jangka panjang secara alami (*nature*), kecuali jika inflasi itu sendiri yang mengalami penyesuaian. Respon JII yang negatif tersebut sejalan juga dengan teori yang dikemukakan Slifers dan Carners (1995), bahwa inflasi berhubungan negatif dengan harga saham.

Dengan demikian, apabila dibandingkan dengan respon IHSX terhadap *shock* harga inflasi dalam negeri, dapat dikatakan bahwa respon JII adalah sama dengan respon IHSX tersebut, yaitu sama-sama menunjukkan kondisi negatif permanen dan tidak mampu kembali kepada garis keseimbangan jangka panjangnya secara alami.

e. **Respon Jakarta Islamic Index (JII) Terhadap Shock Nilai Tukar**

Respon IHSB terhadap *shock* nilai tukar adalah sebagaimana Grafik berikut:



Sumber: Eviews, data diolah

Grafik 4.15 Respon JII terhadap *shock* Nilai Tukar Rupiah

Berdasarkan Grafik 4.15 tersebut di atas, apabila terjadi *shock*, JII juga cenderung memberikan respon yang relatif tidak terlalu besar dan masih berada di sekitar garis keseimbangan jangka panjangnya. Respon tersebut juga dapat dikatakan tidak berbeda jauh dengan respon yang diberikan oleh IHSB dalam hal terjadi *shock* pada nilai tukar. Dalam arti apabila terjadi *shock* pada nilai tukar, respon pelaku pasar cenderung tidak terlalu besar.

Sehubungan dengan hipotesis dan analisis statistik yang telah dikemukakan sebelumnya baik mengacu pada hasil analisis pada model *Vector Autoregressive* maupun *Impulse Response Functions*, diperoleh hasil bahwa:

1. Pengaruh variabel makroekonomi global dan Indonesia yang direpresentasikan oleh harga minyak dunia, Fed Fund Rate, Indeks Dow Jones, inflasi dalam negeri, serta nilai tukar Rp, terhadap pergerakan *Jakarta Islamic Index* dapat dikatakan sama dengan pengaruhnya terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSB), yaitu:

- a. Pergerakan kedua indeks harga saham tersebut baik JII maupun IHSG secara signifikan sama-sama dipengaruhi oleh pergerakan indeks harga saham masing-masing periode sebelumnya.
- b. Dari lima variabel makroekonomi tersebut, satu-satunya variabel yang berpengaruh signifikan terhadap pergerakan kedua indeks harga saham tersebut, baik JII maupun IHSG, adalah Indeks Dow Jones.

Dengan demikian, hasil analisis statistik menunjukkan bahwa hipotesis pertama yang menyatakan bahwa diduga variabel makroekonomi global dan Indonesia lebih berpengaruh terhadap pergerakan IHSG dibandingkan JII tidak terbukti.

2. Respon JII terhadap *shock* variabel makroekonomi global dan Indonesia yang digunakan dalam penelitian, dapat dikatakan sama dengan respon yang diberikan oleh IHSG. Secara keseluruhan, berdasarkan analisis *Impulse Response Functions*, setelah terjadi *shock* pada suatu variabel makroekonomi, baik Indeks Harga Saham Gabungan maupun *Jakarta Islamic Index* (JII), ternyata tidak mampu kembali pada garis keseimbangannya secara natural (*nature*). Dengan demikian, hasil analisis menunjukkan bahwa hipotesis kedua yang menyatakan bahwa JII diduga akan mampu kembali kepada garis keseimbangan setelah terjadinya *shock* pada variabel makroekonomi lebih cepat dari pada respon IHSG tidak terbukti.

Penelitian ini menunjukkan hasil yang berbeda dengan beberapa penelitian sebelumnya yang menyimpulkan bahwa JII memiliki tingkat risiko atau volatilitas yang lebih rendah dibandingkan dengan indeks harga saham yang melakukan aktivitas secara konvensional, termasuk berbeda dengan hasil penelitian yang menyimpulkan bahwa *shariah screening process* memberikan pengaruh terhadap kualitas kinerja portofolio saham syariah, atau dengan kata lain *shariah screening process* memberikan pengaruh positif terhadap kinerja suatu portofolio saham syariah.

Selain model pendekatan yang digunakan dalam penelitian berbeda, beberapa hal yang dapat mempengaruhi perbedaan hasil penelitian ini dengan penelitian sebelumnya antara lain adalah periode waktu penelitian. Pada umumnya penelitian terdahulu dilakukan dalam jangka waktu yang lebih pendek,

yaitu berkisar dua sampai tiga tahun, sehingga tidak mencakup siklus ekonomi yang lebih luas. Bahkan terdapat penelitian yang dilakukan dalam periode *bullish*, artinya dalam kondisi pasar saham cenderung berada dalam fase penguatan. Sementara itu, penelitian ini dilakukan dalam periode jangka waktu yang lebih panjang, yaitu sejak diluncurkannya JII pada Juli 2000 sampai dengan September 2008 sehingga mencakup periode baik kondisi pasar sedang *bullish* (menguat) maupun pada saat pasar sedang *bearish* (melemah).

Berdasarkan hasil penelitian ini, dapat dikatakan bahwa *screening process* tidak ada kaitannya dengan kemampuan JII dalam menghadapi *shock* yang terjadi pada indikator makroekonomi. Kondisi ini terlihat dari respon JII, yang meskipun sudah mengalami *screening process*, namun cenderung menunjukkan respon yang dapat dikatakan sama dengan respon yang diberikan oleh IHSG apabila terjadi *shock* pada indikator makroekonomi. Hal ini dapat dipahami, dikarenakan *screening process* pada prinsipnya memang merupakan suatu mekanisme seleksi yang lebih ditujukan pada aspek pemenuhan terhadap kriteria syariah yang ditetapkan, dengan penekanan pada aspek kehalalan yang sangat penting bagi umat Islam. Secara keseluruhan, perusahaan yang tergabung dalam JII diharapkan merupakan perusahaan yang dalam menjalankan aktivitasnya, tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah seperti tidak melakukan aktivitas perjudian, tidak menyelenggarakan jasa keuangan yang menerapkan konsep ribawi, jual beli risiko yang mengandung *gharar* atau *maysir*, tidak terkait dengan aktivitas produksi, distribusi, atau perdagangan barang yang haram atau merusak moral dan bersifat mudarat, serta tidak melakukan investasi pada perusahaan yang pada saat transaksi tingkat (nisbah) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan ribawi lebih dominan dari modalnya.

Sementara itu, kemampuan JII dalam menghadapi *shock* yang terjadi dalam indikator makroekonomi lebih terkait dengan mekanisme perdagangan yang terjadi di lantai Bursa Efek Indonesia. Dalam hal ini, dapat dikatakan bahwa tidak ada perbedaan prinsipil yang mengatur mekanisme perdagangan saham baik yang tergabung dalam JII maupun IHSG. Apalagi bila dikaitkan dengan kenyataan bahwa saham perusahaan yang tergabung dalam JII juga tercakup dalam IHSG yang mempunyai cakupan lebih luas dan memuat seluruh saham perusahaan yang

listing di lantai bursa. Dengan demikian, sangat rasional apabila respon yang ditunjukkan oleh JII akan sama dengan respon yang diberikan oleh IHSI. Sebagai contoh TLKM yang pada akhir September 2008 merupakan salah satu saham perusahaan yang tergabung dalam JII. Selain masuk dalam perhitungan JII, saham TLKM ini juga masuk dalam perhitungan IHSI. Dengan demikian, setiap respon yang diberikan oleh pelaku pasar atas saham TLKM akan masuk dalam perhitungan kedua indeks harga saham tersebut baik JII maupun IHSI.

Berdasarkan hasil penelitian, dapat dikatakan bahwa aktivitas perdagangan saham perusahaan yang tergabung dalam JII tidak lepas dari aksi spekulatif sebagaimana yang sering terjadi pada pasar saham konvensional, yang dalam hal ini direpresentasikan oleh IHSI. Hal ini terlihat dari pembuktian hipotesis yang telah dikemukakan sebelumnya. Selain dipengaruhi oleh nilai indeks harga saham periode sebelumnya (lag 1), satu-satunya variabel makroekonomi yang berpengaruh secara signifikan terhadap pergerakan JII adalah Indeks Dow Jones. Melalui analisis *Impulse Response Functions*, respon JII juga dapat dikatakan sama dengan respon IHSI terhadap *shock* yang terjadi pada variabel makroekonomi termasuk indeks Dow Jones, yaitu bersifat positif permanen. Hasil tersebut, di satu sisi merefleksikan bahwa pasar keuangan di Indonesia memang sudah semakin terintegrasi dengan pasar keuangan global, yang juga tercermin dari relatif cukup besarnya porsi kepemilikan asing serta besarnya transaksi perdagangan yang dilakukan oleh pihak asing pada bursa saham di Indonesia. Namun di sisi lain, hasil tersebut juga mencerminkan bahwa harga saham JII tidak luput dari aksi spekulatif.

Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kurniawan (2008,p.46), yang membuktikan bahwa JII memiliki volatilitas yang tinggi, sehingga dapat dikatakan pola JII cenderung diatur oleh para “*speculators*” bersama *frenzy* (emosional) *investors* dalam mempengaruhi harga. Selanjutnya dikemukakan pula bahwa *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.

Terkait hal tersebut, yang lebih perlu diperhatikan untuk meminimalisasi fluktuatifnya pergerakan harga saham di lantai bursa, terutama bagi saham perusahaan yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index adalah pengaturan mengenai mekanisme perdagangan di Bursa Efek Indonesia yang lebih sejalan dengan konsep investasi dalam perspektif ekonomi Islam. Dalam hal ini, pengaturan mengenai mekanisme perdagangan saham JII tersebut tentunya bukan menjadi bagian dari kriteria *screening process*, namun lebih merupakan bagian dari ketentuan yang lebih luas cakupannya yang dapat ditetapkan oleh otoritas yang berwenang mengatur hal tersebut, seperti Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK).

Pada dasarnya transaksi saham yang ditujukan untuk spekulasi dapat menyebabkan terjadinya pergerakan harga saham yang sangat fluktuatif akibat tindakan yang kurang rasional dari pelaku pasar. Kondisi tersebut akan menjadi lebih parah lagi apabila terjadi pula berbagai praktek tidak bermoral yang dilarang oleh agama pada bursa saham seperti jual beli formalitas atau terjadinya kesepakatan antar berbagai pihak dalam mempermainkan harga saham dengan tujuan untuk mencari keuntungan. Sementara itu, sesuai dengan pendapat Metwally (1995), peran utama bursa dalam ekonomi Islam adalah untuk memfasilitasi aliran dana dari unit yang surplus kepada unit yang defisit. Bursa efek dalam perspektif ekonomi Islam antara lain harus mampu memisahkan operasi kegiatan bisnis dari fluktuasi jangka pendek pada harga saham yang merupakan ciri umum pada pasar modal non Islam serta memungkinkan investasi pada ekonomi ditentukan oleh kinerja kegiatan bisnis sebagaimana yang tercermin pada harga saham. Keterkaitan langsung antara harga saham dengan kinerja perusahaan dalam hal ini merupakan salah satu syarat bagi terselenggaranya bursa saham Islami yang efektif.

Dengan demikian, upaya perumusan kembali mekanisme perdagangan dalam rangka meminimalisir aksi spekulatif dalam perdagangan saham perusahaan yang tergabung dalam JII merupakan suatu keniscayaan, sehingga pergerakan harga saham yang tergabung dalam JII tersebut dapat lebih merefleksikan kinerja internal yang sebenarnya. Apalagi bila hal tersebut dikaitkan dengan konsep ekonomi Islam yang sangat menekankan pentingnya keterkaitan antara sektor finansial dengan sektor riil. Dalam arti, pertumbuhan sektor finansial termasuk pasar saham seyogyanya mengikuti pertumbuhan sektor riil, sehingga kegiatan ekonomi dan bisnis benar-benar dilakukan atas dasar transaksi yang riil, bukan transaksi yang bersifat spekulatif.

Salah satu cara yang disarankan oleh Metwally untuk meminimalisir transaksi spekulatif di bursa saham yang bersifat Islami adalah melalui mekanisme penetapan harga saham tertinggi (HST). Kemungkinan penerapan konsep ini kiranya perlu dipikirkan oleh pembuat kebijakan termasuk jangka waktu untuk melakukan evaluasi atas HST itu sendiri, sehingga saham yang tergabung dalam JII tetap mampu menarik minat investor untuk menempatkan dana yang dimilikinya.

Allah SWT telah berulang kali mengingatkan manusia agar tidak melakukan hal-hal bertentangan dengan ajaran Islam yang pada dasarnya dapat merugikan hak orang lain dan menimbulkan kerusakan dimuka bumi sebagaimana dinyatakan:

Dan janganlah kamu merugikan manusia pada hak-haknya dan janganlah kamu merajalela di muka bumi dengan membuat kerusakan (As-Syuara: 183).

Dalam perspektif ekonomi Islam, pengabaian terhadap nilai-nilai Islami melalui berbagai praktek transaksi atau aktivitas ekonomi yang bertentangan dengan nilai-nilai Islami, seperti dilakukannya berbagai transaksi yang bersifat spekulatif dengan tujuan untuk meningkatkan keuntungan pribadi atau golongan semata, dapat mengakibatkan kerusakan atau krisis ekonomi yang berkelanjutan. Al-Qur'an secara jelas dan tegas telah menyatakan hal tersebut:

ظَهَرَ الْفَسَادُ فِي الْبَرِّ وَالْبَحْرِ بِمَا كَسَبَتْ أَيْدِي النَّاسِ لِيُذِيقَهُمْ بَعْضَ الَّذِي عَمِلُوا
لَعَلَّهُمْ يَرْجِعُونَ ﴿٤١﴾

Telah nampak kerusakan di darat dan di laut disebabkan karena perbuatan tangan manusia, supaya Allah merasakan kepada mereka sebahagian dari (akibat) perbuatan mereka, agar mereka kembali (ke jalan yang benar) (Ar-Rum: 41).

Bila dikaitkan dengan memburuknya kondisi perekonomian global dan anjloknya pasar saham termasuk Jakarta Islamic Index akhir-akhir ini, upaya untuk meminimalisir transaksi spekulatif di *Jakarta Islamic Index* menjadi semakin relevan. Memang disadari bahwa upaya untuk menghilangkan aksi spekulatif di pasar saham, bukanlah suatu hal mudah namun bukan berarti tidak dapat dilakukan. Paling tidak perlu terus dilakukan berbagai upaya dari berbagai pihak terkait untuk meminimalisir hal tersebut. Memburuknya kondisi perekonomian termasuk anjloknya *Jakarta Islamic Index* akhir-akhir ini, kiranya dapat dijadikan sebagai momentum untuk pengambilan suatu kebijakan bagi penyempurnaan ke depan.