

BAB 2 TINJAUAN LITERATUR

2.1 Transaksi di Pasar Modal Dalam Perspektif Ekonomi Islam

Dalam perspektif ekonomi Islam, kegiatan investasi merupakan suatu hal yang sangat dianjurkan untuk dilakukan sebagai persiapan untuk hari esok, sebagaimana tercermin dalam ayat Al-Qur'an berikut:

إِنَّ اللَّهَ عِنْدَهُ عِلْمُ السَّاعَةِ وَيُنزِلُ الْغَيْثَ وَيَعْلَمُ مَا فِي الْأَرْحَامِ وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ
مَّاذَا تَكْسِبُ غَدًا وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ بِأَيِّ أَرْضٍ تَمُوتُ إِنَّ اللَّهَ عَلِيمٌ خَبِيرٌ ﴿٣٤﴾

Sesungguhnya Allah, Hanya pada sisi-Nya sajalah pengetahuan tentang hari Kiamat; dan Dia-lah yang menurunkan hujan, dan mengetahui apa yang ada dalam rahim. dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui (dengan pasti) apa yang akan diusahakannya besok[1187]. dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui di bumi mana dia akan mati. Sesungguhnya Allah Maha mengetahui lagi Maha Mengenal (QS. Lukman: 34)

[1187] Maksudnya: manusia itu tidak dapat mengetahui dengan pasti apa yang akan diusahakannya besok atau yang akan diperolehnya, namun demikian mereka diwajibkan berusaha

Terkait hal tersebut, Islam sebagai aturan hidup (*nidham al hayat*) telah mengatur seluruh sisi kehidupan umat manusia, termasuk mengenai petunjuk dan rambu-rambu yang harus dipedomani dalam melakukan investasi ataupun berbagai transaksi ekonomi lainnya, agar sesuai dengan aturan yang telah ditetapkan Allah SWT. Satrio (2005) dalam Huda dan Nasution (2007, p. 24-29), menegaskan diantara rambu-rambu tersebut adalah terbebas dari unsur riba, terhindar dari unsur gharar, judi (*maysir*), haram, dan *syubhat* (sesuatu perkara yang tercampur antara halal dan haram).

Rambu-rambu tersebut pada prinsipnya harus diterapkan dalam semua kegiatan transaksi termasuk transaksi pada bursa saham. Adapun larangan untuk melakukan berbagai transaksi yang mengandung unsur spekulatif, *maysir* (judi) dan *gharar* (*uncertainty*) telah dinyatakan secara tegas dalam surat Al-Maidah: 90-91 berikut:

يَتَّيِّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَامُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ
الشَّيْطَانِ فَأَجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تَفْلِحُونَ ﴿٩٠﴾

Hai orang-orang yang beriman, Sesungguhnya (meminum) khamar, berjudi, (berkorban untuk) berhala, mengundi nasib dengan panah [434]¹, adalah termasuk perbuatan syaitan. Maka jauhilah perbuatan-perbuatan itu agar kamu mendapat keberuntungan (Al-Maidah: 90).

إِنَّمَا يُرِيدُ الشَّيْطَانُ أَنْ يُوقِعَ بَيْنَكُمُ الْعَدَاوَةَ وَالْبَغْضَاءَ فِي الْخَمْرِ وَالْمَيْسِرِ
وَيَصُدَّكُمْ عَنِ ذِكْرِ اللَّهِ وَعَنِ الصَّلَاةِ فَهَلْ أَنْتُمْ مُنْتَهُونَ ﴿٩١﴾

Sesungguhnya syaitan itu bermaksud hendak menimbulkan permusuhan dan kebencian di antara kamu lantaran (meminum) khamar dan berjudi itu, dan menghalangi kamu dari mengingat Allah dan shalat; Maka berhentilah kamu (dari mengerjakan pekerjaan itu) (Al-Maidah: 91).

Dalam tafsir Al-Mishbah (Shihab, p. 192-197) dijelaskan bahwa, maysir terambil dari kata *yusr* yang berarti mudah. Judi dinamai *maysir* karena pelakunya memperoleh harta dengan mudah dan kehilangan harta dengan mudah. Dari segi hukum, *maysir* adalah segala macam aktivitas yang dilakukan oleh dua pihak atau lebih untuk memenangkan suatu pilihan dengan menggunakan uang atau materi sebagai taruhan. Huda dan Nasution (2007, p. 26-30) menyatakan bahwa *maysir* secara etimologi bermakna mudah. *Maysir* merupakan bentuk objek yang diartikan sebagai tempat untuk memudahkan sesuatu. Dikatakan memudahkan sesuatu karena seseorang yang seharusnya menempuh jalan yang susah payah akan tetapi mencari jalan pintas dengan harapan dapat mencapai apa yang

¹ [434] Al Azlaam artinya: anak panah yang belum pakai bulu. orang Arab Jahiliyah menggunakan anak panah yang belum pakai bulu untuk menentukan apakah mereka akan melakukan suatu perbuatan atau tidak. Caranya ialah: mereka ambil tiga buah anak panah yang belum pakai bulu. setelah ditulis masing-masing yaitu dengan: lakukanlah, Jangan lakukan, sedang yang ketiga tidak ditulis apa-apa, diletakkan dalam sebuah tempat dan disimpan dalam Ka'bah. bila mereka hendak melakukan sesuatu Maka mereka meminta supaya juru kunci ka'bah mengambil sebuah anak panah itu. Terserahlah nanti apakah mereka akan melakukan atau tidak melakukan sesuatu, sesuai dengan tulisan anak panah yang diambil itu. kalau yang terambil anak panah yang tidak ada tulisannya, Maka undian diulang sekali lagi.

dikehendaki, walaupun jalan pintas tersebut bertentangan dengan nilai serta aturan syariah. Dalam kitab Al Mu'jam al-Wasith, kata *maysir* di-muradifkan dengan kata *qimar*, sedangkan lafal *qimar* diartikan sebagai: *Setiap bentuk permainan yang mengandung unsur pertaruhan (judi)*. Sementara itu, *gharar* secara etimologi bermakna kekhawatiran atau risiko. *Gharar* juga dikatakan sebagai sesuatu yang bersifat ketidakyakinan (*uncertainty*) Menurut Al-Mu'jam al-Wasits, jual beli *gharar* berarti jual beli yang mengandung unsur ketidaktahuan atau ketidakpastian (*jahalah*) antara dua pihak yang bertransaksi, atau jual beli sesuatu yang objek akad tidak diyakini dapat diserahkan.

Sementara itu, larangan untuk melakukan transaksi yang mengandung *gharar* dinyatakan dalam Hadist: "*Rasulullah s.a.w melarang jual beli yang mengandung gharar*" (HR. Muslim, Tirmidzi, Nasa'i, Abu Daud, dan Ibnu Majah dari Abu Hurairah).

Pada dasarnya transaksi di bursa saham memiliki risiko yang cukup tinggi, mengingat karakteristik pasar modal yang bersifat fluktuatif dan cenderung memiliki volatilitas yang tinggi. Hal ini ditegaskan juga oleh Lestari (2007, p. 170) yang mengemukakan bahwa salah satu karakteristik pasar modal adalah memiliki tingkat volatilitas yang tinggi, artinya pasar modal sangat rentan akan segala *shock* atau *news* yang datang baik terkait maupun tidak terkait dengan aspek ekonomi. Oleh karena itu, fluktuasi di pasar modal dapat terjadi tanpa terkendali. Akibat fluktuasi ini, maka tingkat ketidakpastian menjadi tinggi, sehingga pasar modal kerap menjadi media untuk mengambil keuntungan jangka pendek melalui upaya spekulasi yang memanfaatkan volatilitas pasar modal dengan adanya *news* atau *shock* tadi. Pada dasarnya, unsur spekulasi dapat membawa dampak negatif dan positif. Positif karena dengan spekulasi mendorong bergairahnya pasar, namun negatif karena juga merusak pasar. Spekulasi yang merusak pasar didorong oleh motivasi untuk mendapatkan keuntungan jangka pendek dari perdagangan margin. Selanjutnya dinyatakan pula bahwa, seringkali motivasi untuk berinvestasi melalui pasar modal kalah dengan motivasi untuk spekulasi.

Berkaitan dengan spekulasi, Achsien (2003, p.65) menyatakan dalih bahwa spekulasi membantu penentuan harga efisien hanya terjadi jika spekulasi bergerak dengan arah berbeda dan saling mengoreksi. Tapi kalau yang terjadi adalah efek bebek atau *herding behavior*, yang terjadi bukannya ekuilibrium harga wajar tetapi fluktuasi tajam. Karenanya yang diperlukan di pasar memang bukannya *homogenous expectation* tetapi *heterogenous expectation*.

Agustianto (2007), mengemukakan bahwa dalam pasar modal dibedakan antara spekulasi dengan pelaku bisnis (investor) dari derajat ketidakpastian yang dihadapinya. Perbedaan karakter antara investor dan spekulasi, antara lain yaitu: 1) investor di pasar modal berinvestasi di perusahaan yang diyakininya baik dan menguntungkan, bukan untuk tujuan mencari *capital gain*, melalui *short selling*, sedangkan spekulasi bertujuan untuk mendapatkan *gain*, 2) spekulasi umumnya membeli sekuritas untuk mendapatkan keuntungan dengan menjualnya kembali dalam jangka pendek (*short term*), sedangkan investor membeli sekuritas dengan tujuan untuk berpartisipasi secara langsung dalam bisnis yang lazimnya bersifat *long term*, 3) spekulasi adalah kegiatan *game of chance* sedangkan bisnis adalah *game of skill*. Ajaran Islam secara tegas melarang tindakan spekulasi ini, sebab secara diametral bertentangan dengan nilai-nilai ilahiyah dan insaniyyah.

Pada dasarnya Allah SWT telah mengingatkan manusia agar dapat menikmati rezeki yang telah dikarunia Allah SWT, namun tidak dengan cara merugikan orang lain ataupun melakukan kerusakan di muka bumi sebagaimana tertuang dalam ayat Al-Qur'an berikut:

كُلُوا وَاشْرَبُوا مِنْ رِزْقِ اللَّهِ وَلَا تَعَثُوا فِي الْأَرْضِ مُمْسِدِينَ ﴿٦٠﴾

.... Makan dan minumlah rezki (yang diberikan) Allah, dan janganlah kamu berkeliaran di muka bumi dengan berbuat kerusakan (Al-Baqarah: 60).

وَلَا تَبْخَسُوا النَّاسَ أَشْيَاءَهُمْ وَلَا تَعَثُوا فِي الْأَرْضِ مُمْسِدِينَ ﴿١٨٣﴾

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

Universitas Indonesia

Dalam tafsir Al-Mishbah dijelaskan bahwa kata *تَبَخَّسُو* terambil dari kata *bakhs*

yang berarti kekurangan akibat kecurangan. Jika Anda berkata didepan umum bahwa “Barang Anda buruk” untuk tujuan menurunkan harganya padahal kualitas barangnya tidak demikian, maka Anda dinilai telah mengurangi hak orang lain dalam hal ini si penjual. Melalui ayat ini, Allah SWT memerintahkan agar manusia tidak melakukan kerusakan dan aneka kejahatan, apapun bentuknya baik material maupun immaterial, termasuk untuk tidak melakukan pengurangan hak yang seharusnya diterima orang lain.

Peringatan Allah SWT tersebut menjadi sangat relevan apabila dikaitkan dengan transaksi di bursa saham yang sarat dengan berbagai rumor ataupun berita-berita yang terkadang sengaja dilontarkan oleh sebagian pihak demi memperoleh keuntungan pribadi atau golongan semata. Syahatah dan Fayyadh (2004, p. 67-76) mengemukakan terdapat beberapa praktek tidak bermoral yang dilarang oleh syara’ dalam bursa, seperti:

1. Jual beli formalitas,
Tujuan dari jual beli formalitas adalah agar para pelaku bisnis di bursa menyangka bahwa perubahan harga telah terjadi pada surat berharga tertentu dan bahwa suatu transaksi telah terjadi atas surat berharga tersebut. Padahal hal itu tidak keluar dari koridor penipuan dan mencari hilah untuk memperoleh keuntungan.
2. Kesepakatan dalam mempermainkan harga surat-surat berharga
Kesepakatan tersebut terlaksana dengan perantaraan dua orang atau lebih dengan tujuan untuk menaikturunkan harga surat-surat berharga dalam rangka mencapai keuntungan. Kesepakatan (persekongkolan/konspirasi mempermainkan harga saham) tersebut, antara lain terdiri dari penyebaran isu-isu fiktif; melakukan kemadharatan (tindakan merugikan) terhadap pihak lain, pengkhianatan atas amanah; ataupun penipuan atas pihak lain.
3. Pembelian dengan tujuan penimbunan (*ikhtikar*),
Yang dimaksud pembelian dengan tujuan menimbun adalah aktivitas seseorang dalam membeli sejumlah (semua) saham tertentu yang ditawarkan, dengan tujuan penimbunan yang memungkinkan baginya untuk menjual

saham tersebut kepada pihak yang menginginkannya dengan harga yang dikehendaki, atau memungkinkan baginya untuk memegang kendali pembuatan keputusan dalam proyek perusahaan yang mengeluarkan saham/surat-surat berharga tersebut.

Penimbunan (*ikhtikar*) dalam Islam termasuk kategori kriminalitas yang mengakibatkan terjauhkannya dari rahmat Allah. Hadist Rasulullah saw:

“Barangsiapa menimbun suatu timbunan yang dengan cara tersebut tujuannya untuk menjadikan komoditi menjadi mahal atas umat muslim maka dia adalah orang yang salah dan ia telah terbebaskan (terjauhkan) dari perlindungan Allah (HR. Ibnu Majah).

4. Penguasa menjadi pesaing rakyat dalam berdagang

Pada dasarnya pemerintah beraktivitas melayani rakyat, dan tugasnya menurut Islam adalah menjaga agama dan mengatur dunia. Jika pemimpin meninggalkan tugas utamanya dan menggunakan waktunya untuk mengumpulkan harta baik dengan jalan yang diperbolehkan maupun dengan jalan yang tidak masyru' maka hal itu menimbulkan kemadharatan yang besar bagi umat.

Menurut Metwally (1995, p. 178-179, 184), yang membedakan bursa efek dalam ekonomi Islam dengan bursa efek non Islam ialah bahwa kinerja bursa efek ekonomi Islam hampir sepenuhnya terkait secara langsung dengan kinerja perusahaan yang bersangkutan. Dijelaskan pula bahwa dalam rangka meminimalisir aksi spekulatif, dapat dilakukan beberapa upaya antara lain melalui penetapan harga saham tertinggi (HST) tiap-tiap perusahaan dengan interval tidak lebih dari tiga bulan sekali. Harga saham tertinggi ditetapkan melalui formula berikut:

$$\text{HST} = \frac{\text{jumlah kekayaan bersih perusahaan}}{\text{jumlah saham yang diterbitkan}}$$

Selain itu, diperlukan komitmen antara pemegang saham dengan perusahaan untuk tidak mencairkan sahamnya setidak-tidaknya dalam jangka waktu tiga bulan. Spekulasi harga saham akan menjadi sulit dilakukan dengan adanya ketentuan bahwa saham tidak dapat diperdagangkan berkali-kali dan oleh ketentuan adanya HST tersebut.

Pentingnya komitmen pemegang saham juga ditegaskan oleh Rosly (2005, p. 369) yang menyatakan bahwa pasar modal berlandaskan pada prinsip Islam pada dasarnya merupakan gabungan dari prinsip mudharabah dan musyarakah. Pemegang saham (*stockholder*) atau investor merupakan *sleeping partners*, sedangkan perusahaan adalah entitas yang menjalankan aktivitas bisnis. Dalam Islam, *shareholders* diharapkan mempunyai komitmen (*iltizam*) terhadap investasi yang dilakukannya, yang merupakan salah satu prinsip dalam *Islamic contract*. Dengan demikian, *shareholder* diharapkan dapat tumbuh bersama perusahaan dan membantu pencapaian tujuan perusahaan. Meskipun dalam Islam, penjualan saham dibolehkan, namun hal tersebut tidak etis untuk dilakukan mengingat hal tersebut dapat mengganggu jalannya perusahaan dan tenaga kerjanya.

Elfakhani dan Hassan (2005) dalam Lestari (2007, p. 174-175), menyatakan bahwa pada prinsipnya, investasi syariah di pasar modal tidak terlalu berbeda dengan investasi keuangan konvensional. Namun, terdapat beberapa perbedaan filosofi yang mendasari. Investasi di pasar modal syariah harus didasarkan pada tiga prinsip utama, yaitu dilarangnya *riba* (bunga), *gharar* (ketidakpastian/ spekulasi), dan *maysir* (judi). Hal ini berimplikasi juga pada dilarangnya turunan produk dan instrumen yang mengandung ketiga unsur di atas dalam transaksi di pasar modal. Sedemikian penting prinsip ini sehingga dibutuhkan suatu mekanisme proses *screening* atau filterisasi atas instrumen investasi. Adapun perbedaan pasar modal konvensional dengan syariah adalah sebagaimana pada Tabel 1 berikut.

Tabel 2.1. Perbedaan Investasi di Pasar Modal Syariah dan Konvensional

No.	Syariah	Konvensional
1	Investasi terbatas pada sektor-sektor yang tidak dilarang atau masuk dalam <i>negative list</i> investasi syariah dan tidak atas dasar utang (<i>debt-bearing investment</i>)	Investor bebas untuk memilih investasi antara <i>debt-bearing investment</i> dengan <i>profit bearing investment</i> di seluruh sektor.
2	Didasarkan pada prinsip syariah yang mendorong penerapan <i>profit-loss sharing</i> dan skema kemitraan.	Didasarkan pada prinsip bunga
3	Melarang berbagai bentuk bunga, spekulasi, dan judi.	Memperbolehkan spekulasi dan judi yang pada gilirannya akan mendorong fluktuasi pasar yang tidak terkendali.
4	Adanya syariah <i>guideline</i> yang mengatur berbagai aspek seperti alokasi asset, praktek investasi, perdagangan dan distribusi pendapatan.	<i>Guideline</i> investasi secara umum pada produk hukum pasar modal.
5	Terdapat mekanisme <i>screening</i> perusahaan yang harus mengikuti prinsip syariah	

Sumber: Lestari (2007, p. 179)

2.2. Karakteristik Jakarta Islamic Index

Pada dasarnya pasar saham yang telah menerapkan prinsip syariah merupakan salah satu alternatif investasi yang patut dipertimbangkan bagi investor muslim. Namun dalam melakukan kegiatan investasi tersebut, investor muslim hendaknya meyakini bahwa saham yang akan dibeli merupakan saham yang telah sesuai dengan prinsip syariah Islam.

Terkait hal ini, Syahatah dan Fayyadh (2004, p. 17-19) menyatakan bahwa dari segi boleh atau tidaknya bertransaksi, saham terbagi menjadi tiga macam yaitu: 1) saham perusahaan yang beroperasi dalam hal-hal yang halal dan baik, modalnya bersih dari riba dan tidak memberikan salah satu pemegang sahamnya

keistimewaan materi atas pemegang saham lainnya. Penanaman pada saham seperti ini sangat dianjurkan secara syar'i; 2) saham perusahaan yang beroperasi dalam hal yang diharamkan dan menjijikkan, modalnya merupakan harta haram, atau perusahaan tersebut memberikan keistimewaan materi bagi sebagian pemegang saham seperti keistimewaan dalam bentuk pengembalian modal lebih dulu ketika perusahaan dilikuidasi atau keistimewaan atas hak tertentu dalam keuntungan (dividen). Penanaman pada saham seperti ini, hukumnya adalah diharamkan secara syar'i; dan 3) saham perusahaan yang operasionalnya bercampur antara yang halal dan yang haram. Para fuqaha (ahli hukum Islam) kontemporer berbeda pendapat mengenai kebolehan perusahaan seperti tersebut diatas. Di antara ahli fuqaha, ada yang memenangkan segi al-wara' dan at-tahhawuth (hati-hati) serta melarang ikut andil atau berinteraksi dengan perusahaan tersebut dalam bentuk apapun, karena sesuatu yang halal dan yang haram jika berkumpul, maka yang dimenangkan adalah yang haram. Namun demikian, sebagian ulama ahli hukum Islam memperbolehkan dengan syarat kadar keharamannya lebih sedikit dari pada kehalalannya.

Nasution, et. al. (2007, p. 307-308) mengungkapkan bahwa dalam upaya pengembangan pasar modal syariah di Indonesia, sejumlah instrumen pasar modal sudah diperkenalkan kepada masyarakat, misalnya saham syariah yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII). JII merupakan pengelompokan saham-saham 30 emiten yang dipandang paling mendekati kriteria syariah. Mulai diluncurkan pada tahun 2000, seleksi yang dilakukan terhadap saham yang dimasukkan dalam kelompok JII meliputi seleksi yang bersifat normatif dan finansial.

Seleksi normatif agar usaha yang dilakukan tidak bertentangan dengan prinsip syariah tersebut telah ditetapkan dalam Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan No.KEP-130/BL/2006 tanggal 23 Nopember 2006 tentang Penerbitan Efek Syariah. Sesuai ketentuan tersebut ditetapkan bahwa prinsip-prinsip syariah di pasar modal adalah prinsip-prinsip hukum Islam dalam kegiatan di bidang Pasar Modal berdasarkan fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), baik fatwa DSN-MUI yang ditetapkan dalam peraturan Bapepam dan LK maupun fatwa DSN-MUI yang telah diterbitkan sebelum ditetapkannya peraturan tersebut, sepanjang fatwa

dimaksud tidak bertentangan dengan peraturan Bapepam dan LK yang didasarkan pada fatwa DSN-MUI. Dalam ketentuan tersebut ditetapkan pula bahwa kegiatan usaha yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah antara lain adalah:

- 1) Perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang;
- 2) Menyelenggarakan jasa keuangan yang menerapkan konsep ribawi, jual beli risiko yang mengandung gharar dan atau maysir;
- 3) Memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, dan atau menyediakan:
 - a) barang dan atau jasa yang haram karena zatnya (*haram li-dzatihi*);
 - b) barang dan atau jasa yang haram bukan karena zatnya (*haram li-ghairihi*) yang ditetapkan oleh DSN-MUI; dan atau
 - c) barang dan atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat; dan atau
- 4) Melakukan investasi pada perusahaan yang pada saat transaksi tingkat (nisbah) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan ribawi lebih dominan dari modalnya, kecuali investasi tersebut dinyatakan kesyariahnya oleh DSN-MUI.

Selanjutnya dalam Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan Nomor: Kep- 314/BL/2007 tanggal 31 Agustus 2007 Tentang Kriteria Dan Penerbitan Daftar Efek Syariah ditetapkan bahwa saham tersebut harus memenuhi kriteria yaitu tidak melebihi rasio-rasio keuangan sebagai berikut:

- a) Total hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82% (hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 45%:55%); dan
- b) Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan (*revenue*) tidak lebih dari 10%; dan

Selain melalui seleksi normatif sehingga kegiatan usaha emiten tidak bertentangan dengan prinsip syariah, juga dilakukan seleksi finansial. Nasution, et. al. (2007, p. 307-308) mengemukakan bahwa seleksi finansial tersebut meliputi:

1. Memilih kumpulan saham dengan jenis usaha utama yang tidak bertentangan dengan prinsip hukum Islam dan sudah tercatat lebih dari tiga bulan (kecuali bila termasuk dalam saham 10 berkapitalisasi besar).
2. Memilih saham berdasarkan laporan tahunan atau tengah tahunan terakhir yang memiliki kewajiban terhadap aktiva maksimal 90%.
3. Memilih 60 saham dari susunan diatas berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar (*market capitalization*) terbesar selama satu tahun terakhir.
4. Memilih 30 saham dengan urutan berdasarkan tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan selama satu tahun terakhir.

Dengan mengacu pada proses seleksi tersebut di atas, terlihat bahwa saham-saham JII tidak hanya sesuai dengan kriteria syariah, namun juga merupakan saham pilihan.

Di sisi lain, perusahaan yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) merupakan perusahaan yang tujuan pendiriannya tidak diperuntukkan sebagai *ethical investment* baik pada misi, visi dan tujuannya. Perusahaan-perusahaan tersebut dapat masuk dalam daftar JII karena telah memenuhi kriteria *ethical screening* baik secara kualitatif maupun kuantitatif. Perusahaan yang masuk dalam daftar JII meliputi berbagai perusahaan dengan berbagai unit usaha, pertanian, tambang, produk onderdil mobil, kebutuhan sehari-hari (*consumer good*) dan lainnya. Kriteria tersebut sama sekali tidak melihat dasar tujuan pendirian perusahaan, sehingga kriteria yang diterapkan oleh JII terhadap perusahaan merupakan strategi dalam menjaring pasar terutama untuk pasar timur tengah. Kriteria yang dipergunakan oleh JII berimplikasi pada dua hal, pertama, perusahaan-perusahaan yang didirikan bukan sebagai perusahaan *ethical investment* sebagai tujuannya dapat diklasifikasikan sebagai *ethical investment* karena dianggap memenuhi kriteria yang dipersyaratkan. Sebaliknya, kedua, perusahaan yang didirikan dengan tujuan *ethical investment*, justru tidak dapat menjadi kelompok perusahaan *ethical investment* karena tidak dapat melalui kriteria yang ditetapkan terutama pada kriteria kuantitatif (Hanafi, p.19-20). Evaluasi terhadap saham JII pada dasarnya dilakukan setiap enam bulan sekali.

2.3 Indikator Makroekonomi

2.3.1 Indikator Makroekonomi dan Globalisasi

Sejalan dengan era globalisasi, gejala ataupun *shock* yang terjadi pada ekonomi suatu negara dapat menyebar (*spill over*) dan berimbas pada ekonomi negara lainnya. Dengan demikian, perekonomian suatu negara juga akan dipengaruhi oleh peristiwa-peristiwa ekonomi yang terjadi di negara lain (luar negeri). Kondisi tersebut juga berlaku bagi perekonomian Indonesia.

Goeltom (2008, p. 15-18) mengungkapkan pengaruh globalisasi terhadap perekonomian antara lain terlihat pada dilema kebijakan moneter, sensitivitas nilai tukar, serta terhadap aktivitas bisnis dalam negeri. Dalam perekonomian yang terbuka, globalisasi akan menimbulkan dilema yang membatasi efektivitas suku bunga dalam pengendalian inflasi. Suku bunga domestik yang tinggi akan memperlebar *interest rate differential* dan mendorong investor asing untuk menempatkan dananya pada pasar uang di Indonesia. Tanpa sterilisasi, *inflow* tersebut akan menambah jumlah uang beredar (*money supply*). Namun demikian, sterilisasi yang dilakukan secara kontinyu akan menjadi beban (*costly*) bagi bank sentral. Berdasarkan hal tersebut, upaya untuk memotong permintaan dengan menaikkan suku bunga menjadi kurang efektif atau menimbulkan biaya yang sangat tinggi. Pengaruh lainnya, adalah kenaikan *inflow* akan meningkatkan suplai valas, sehingga menyebabkan terjadinya apresiasi rupiah. Dalam kondisi defisit pada transaksi berjalan (*current account*), apresiasi nilai tukar rupiah akan mendorong kenaikan harga ekspor dan menurunkan harga impor, sehingga memperlebar defisit *current account* dimaksud.

Pada dasarnya terdapat tiga kategori utama aliran transaksi finansial sektor swasta, yaitu: 1) investasi langsung (*Direct Investment*), dimana pihak asing menanamkan modalnya dalam suatu badan usaha, 2) investasi portofolio, terdiri dari penempatan dana pada saham dan surat hutang berupa obligasi atau surat hutang lainnya, dan 3) investasi swasta lainnya termasuk pemberian kredit (Statistik Bank Indonesia, 2008, p. 109).

Semakin terintegrasinya perekonomian domestik dengan ekonomi dunia membuat Indonesia semakin rentan terhadap berbagai gejala yang terjadi dalam skala global. Hal ini ditegaskan melalui hasil penelitian Arif dan Tohari (2006, p.

169-170) mengenai peranan kebijakan moneter dalam menjaga stabilitas perekonomian Indonesia sebagai respon terhadap fluktuasi perekonomian dunia. Berdasarkan penelitian tersebut diperoleh hasil bahwa dengan menggunakan fungsi *impulse response model structural Vector Autoregression (SVAR)*, guncangan akibat perubahan harga minyak dunia sebagai representasi dari tingkat inflasi dunia dan *Federal Fund Rate* sebagai representasi dari suku bunga dunia secara signifikan berimplikasi terhadap variabel domestik (Indonesia). Hal tersebut menunjukkan bahwa Indonesia sebagai perekonomian kecil terbuka sangat rentan terhadap guncangan variabel dunia. Penelitian tersebut juga membuktikan bahwa guncangan variabel inflasi dan suku bunga dunia memiliki kontribusi terhadap fluktuasi variabel makroekonomi Indonesia. Transmisi guncangan internasional terhadap perekonomian domestik terjadi melalui nilai tukar.

2.3.2 Beberapa Indikator Makroekonomi Global

a. Fed Fund Rate

Federal Fund Rate merupakan suku bunga *overnight* antar bank di Amerika yang ditetapkan melalui *The Federal Open Market Committee (FOMC)* dan sering digunakan sebagai indikator untuk memperoleh gambaran mengenai arah pergerakan suku bunga di negara tersebut. Terkait kondisi ekonomi, dalam publikasi Federal Reserve (p. 18), dinyatakan bahwa jika kondisi perekonomian melambat dan pasar tenaga kerja melemah, pembuat kebijakan (The Fed) cenderung akan melakukan kebijakan moneter yang longgar (*easing monetary policy*) untuk menstimulasi permintaan agregat. Sebaliknya, ketika kondisi perekonomian menunjukkan tanda-tanda memanas (*overheating*) dan tekanan inflasi meningkat, maka The Fed akan cenderung untuk melakukan kebijakan moneter ketat (*tightening monetary policy*).

Wongswan (2005, p. 10-11), mengemukakan bahwa kebijakan moneter United States (US) dapat mempengaruhi harga saham di negara lain melalui beberapa jalur, yaitu sebagai berikut:

1. Kenaikan *Fed Fund Rate* dapat meningkatkan *discount rate* yang berpengaruh terhadap ekspektasi dividen di masa yang akan datang (*expected future*

dividend), sehingga cenderung menurunkan harga saham di US. Selanjutnya, kenaikan *Fed Fund Rate* tersebut juga dapat mempengaruhi suku bunga global (*global interest rate*), meningkatkan *discount rate* di negara lain sehingga mengakibatkan penurunan harga saham di negara lain tersebut.

2. Pergerakan *Fed Fund Rate* yang tidak diantisipasi juga mengandung informasi mengenai aktivitas ekonomi US di masa mendatang. Di satu sisi, kenaikan *Fed Fund Rate* dapat memicu pasar untuk menurunkan prediksinya mengenai aktivitas ekonomi di US, sebagai refleksi dampak dari kebijakan moneter ketat. Di sisi lain, kenaikan *Fed Fund Rate* juga dapat memberikan sinyal mengenai penguatan ekonomi US. Selanjutnya aktivitas ekonomi US ini akan mempengaruhi aktivitas ekonomi global, serta harga saham negara lain.
3. Kenaikan *Fed Fund Rate* dapat mempengaruhi nilai tukar, dan nilai tukar dapat mempengaruhi harga saham baik melalui komponen *discount rate*, *expected future cash flow*, ataupun melalui kedua komponen tersebut. Besar pengaruh tersebut akan tergantung pada kemampuan nilai tukar untuk menyesuaikan terhadap perubahan suku bunga global. Apabila terdapat *uncovered interest rate parity* dan nilai tukar menyesuaikan secara penuh terhadap perubahan suku bunga global, maka kenaikan *Fed Fund Rate* akan memicu kenaikan suku bunga global, sehingga memicu apresiasi USD terhadap mata uang lainnya serta mendorong ekspor negara lain ke US. Selanjutnya, kenaikan ini pada gilirannya akan memicu kenaikan harga saham di negara lain tersebut. Sebaliknya, dalam hal terdapat *uncovered interest rate parity* tetapi nilai tukar tidak melakukan penyesuaian terhadap suku bunga global, maka kenaikan *Fed Fund Rate* akan memicu kenaikan *interest rate* di negara lain yang pada gilirannya akan mengakibatkan penurunan harga saham di negara lain tersebut.
4. Kenaikan *Fed Fund Rate* dapat mempengaruhi harga saham melalui penyesuaian portofolio di *multiple market* melalui beberapa institusi seperti *global mutual fund*, *hedge funds*, dan *brokerage firm* (Kyle and Xiong (2001) serta Kodres dan Prisker (2002) dalam Wongswan, 2005, p. 11).

b. Minyak Dunia

Pada dasarnya kenaikan harga minyak dunia merupakan interaksi dari suplai dan *demand* di pasaran internasional. Beberapa faktor yang mempengaruhi kenaikan harga minyak dunia antara lain yaitu kekhawatiran akan berkurangnya suplai di pasaran akibat turunnya kapasitas produksi, penutupan/perbaikan kilang minyak (*refineries*), faktor cuaca (badai) serta faktor geopolitik terutama yang terjadi di wilayah produsen. Di sisi lain, kenaikan harga juga dipengaruhi oleh melonjaknya permintaan dari negara *emerging market* terutama China dan India, serta meningkatnya aksi spekulatif di pasar komoditi.

Kenaikan harga minyak yang persisten cenderung menaikkan inflasi. Slifer dan Carnes (1996, p. 148) menyatakan, jika kenaikan harga minyak hanya bersifat temporer, maka sebaiknya indikator inflasi yang dilihat adalah yang tidak memperhitungkan harga komoditi tersebut (*excluding energy*). Namun sebaliknya, jika harga minyak naik dan tetap tinggi selama tiga sampai enam bulan, maka sebaiknya menggunakan indikator inflasi yang sudah memperhitungkan harga komoditi tersebut.

c. Dow Jones Industrial Average (DJIA)

Indeks Dow Jones atau *Dow Jones Industrial Average* (DJIA) merupakan salah satu indeks yang menggambarkan perkembangan harga saham di Amerika. DJIA ini dimiliki, diterbitkan, dan dimonitor oleh Dow Jones & *company*. Indeks ini terdiri dari 30 perusahaan industri besar yang umumnya merupakan saham *blue chip* dan terdaftar di *New York Stock Exchange* (NYSE). DJIA sudah menjadi sinonim bagi pergerakan pasar saham di Amerika. Ketika pengamat pasar menyatakan bahwa pasar menguat 15 point, yang dimaksud adalah bahwa DJIA menguat 15 points (*Euromoney publications*, 1999, p. 26-27).

2.3.3 Beberapa Indikator Makroekonomi Indonesia

a. Inflasi

Inflasi adalah kecenderungan dari harga-harga untuk meningkat secara umum dan terus menerus. Indikator yang umumnya digunakan untuk mengukur inflasi di Indonesia adalah Indeks Harga Konsumen (IHK). Berdasarkan faktor

penyebabnya, inflasi terjadi karena adanya tekanan dari sisi permintaan (*demand pull inflation*), dari sisi *supply* (*cost push inflation*), dan dari ekspektasi inflasi.

Inflasi tidak terlalu berbahaya apabila bisa diprediksikan, karena setiap orang akan mempertimbangkan prospek harga yang lebih tinggi di masa yang akan datang dalam pengambilan keputusan. Di dalam kenyataannya, inflasi tidak bisa diprediksikan, berarti orang-orang seringkali dikagetkan dengan kenaikan harga. Hal ini mengurangi efisiensi ekonomi karena orang akan mengambil risiko yang lebih sedikit untuk meminimalkan peluang kerugian akibat kejutan harga. Semakin cepat kenaikan inflasi, semakin sulit untuk memprediksikan inflasi di masa yang akan datang (Huda, et.al, 2008, p.176).

Terkait dengan pergerakan harga di pasar saham, Slifer dan Carnes (1995, p. 14, 143), secara teoritis menggambarkan adanya hubungan yang negatif antara inflasi dengan kinerja pasar saham. Dengan demikian, jika tingkat inflasi meningkat maka pasar saham akan melemah. Sebaliknya jika tekanan inflasi melemah, maka pasar saham akan menguat. Kenaikan inflasi berpengaruh negatif terhadap pasar saham, karena inflasi yang tinggi akan menurunkan nilai riil (*real value*) dari penerimaan perusahaan termasuk dividen, sehingga mendorong turunnya harga saham. Di sisi lain inflasi yang tinggi akan memicu kenaikan suku bunga. Kenaikan suku bunga akan menyebabkan biaya pinjaman (*cost of borrowing*) meningkat, sehingga mengurangi profit perusahaan. Selanjutnya hal tersebut menyebabkan harga saham akan mengalami penurunan.

b. Nilai Tukar

Mankiw (2006, p. 242-244), membedakan nilai tukar menjadi dua, yaitu nilai tukar nominal (*nominal exchange rate*) dan nilai tukar riil (*real exchange rate*). Nilai tukar nominal adalah nilai tukar yang digunakan seseorang ketika menukar mata uang suatu negara dengan mata uang negara lainnya, sedangkan nilai tukar riil adalah nilai tukar yang sudah memperhitungkan harga dalam dan luar negeri.

Hasil penelitian Suselo, Sihaloho, dan Tarsidin (2008, p. 218) mengenai pengaruh volatilitas nilai tukar terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia, menyimpulkan bahwa depresiasi nilai tukar rupiah baik nominal maupun nilai tukar riil akan menurunkan tingkat pertumbuhan ekonomi. Hal ini antara lain

disebabkan menurunnya tingkat investasi akibat semakin mahalnya harga barang modal termasuk barang impor dan faktor produksi lainnya. Peningkatan *net export* akibat terdepresiasi mata uang Rupiah tersebut diperkirakan lebih kecil daripada penurunan investasi sehingga *net effect*-nya bagi pertumbuhan ekonomi adalah negatif. Selanjutnya, meningkatnya volatilitas nilai tukar nominal dan nilai tukar riil juga akan menekan pertumbuhan ekonomi Indonesia.

Terkait dengan pasar saham, bila kurs rupiah terhadap USD terdepresiasi, berdasarkan *common sense*-nya, harga saham akan mengalami penurunan (Nasution dan Maharani, 2006, p. 98).

2.4 Penelitian Mengenai Hubungan Indikator Makroekonomi dan Pasar Saham

Pada dasarnya perkembangan harga saham dipengaruhi oleh beberapa faktor yaitu faktor fundamental, teknikal, maupun sentimen pasar. Faktor fundamental yang berpengaruh terhadap pergerakan harga saham dapat dibedakan lagi menjadi dua bagian, yaitu faktor internal perusahaan berupa indikator keuangan yang menunjukkan kinerja perusahaan, serta faktor eksternal berupa kondisi makroekonomi.

Sehubungan dengan kondisi makroekonomi, Slifer dan Carnes (1995, p. 14-15) mengungkapkan bahwa pergerakan di pasar saham sangat terkait dengan perkiraan (*outlook*) keuntungan perusahaan (*corporate profit*). Jika *corporate profit* diperkirakan akan meningkat, maka harga saham juga akan meningkat. Secara keseluruhan, kondisi ekonomi, tingkat inflasi dan suku bunga merupakan faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham. Jika kondisi ekonomi suatu negara melemah atau diperkirakan akan mengalami resesi, maka *corporate profit* akan berkurang, dan pada gilirannya akan menurunkan harga saham.

Kondisi makroekonomi ini, dalam kenyataannya juga mengalami siklus, dalam arti ada fase peningkatan dan ada pula fase pelemahan, sebagaimana yang terjadi akhir-akhir ini. Terkait dengan hal tersebut, Kiratvanich (2000, p. 68, 144-150) telah melakukan penelitian mengenai pengaruh volatilitas variabel makroekonomi terhadap volatilitas pasar saham. Melalui penelitian yang dilakukan di negara Asean dan dengan menggunakan data Januari 1988 –

Desember 1998, pada empat negara yang diteliti yaitu Indonesia, Malaysia, Philipina, dan Thailand, diperoleh hasil bahwa hanya di Indonesia volatilitas variabel makroekonomi berpengaruh signifikan terhadap volatilitas *return* saham. Sementara itu, untuk negara lainnya, tidak ditemukan adanya hubungan yang signifikan antara volatilitas variabel makroekonomi yang diteliti (*real activity*, suku bunga, inflasi, dan *money supply*) terhadap volatilitas *return* saham di negara tersebut. Dalam hal ini, hubungan antara volatilitas inflasi dengan volatilitas *return* saham di Indonesia adalah negatif, sedangkan hubungan antara volatilitas suku bunga dan *money supply* dengan volatilitas *return* saham adalah positif. Hal ini berarti bahwa kenaikan volatilitas suku bunga dan *money supply* akan meningkatkan kenaikan volatilitas *return* saham di Indonesia, yang dapat berpengaruh negatif terhadap *risk-averse investor*. Dalam penelitian ini, Kirativanich menggunakan model *Vector Autoregressive* (VAR) dan *Generalized Autoregressive Conditional* (GARCH). Model VAR yang dipakai adalah sebagai berikut:

$$Y_{(t)} = C + \sum_{S=1}^m A_{(s)} Y_{(t-s)} + \varepsilon_{(t)} \dots\dots\dots (2.1)$$

dimana:

$Y_{(t)}$ = vektor dari *monthly return* pada pasar saham yang diteliti

C dan $A_{(s)}$ = koefisien matriks

m = panjang lag (*lag of time*)

$\varepsilon_{(t)}$ = *residual return* atau *error*

Sementara itu, model GARCH yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$Y_t = \Phi Y_{t-1} + \varepsilon_{(t)} \dots\dots\dots (2.2)$$

$$\varepsilon_{(t)} | I_{t-1} \sim N(0, h_t) \dots\dots\dots (2.3)$$

$$h_t = \alpha_0 + \sum \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \sum \beta h_{t-1} + \delta V_t \dots\dots\dots (2.4)$$

dimana:

$Y_{(t)}$ = *monthly stock return* dari negara yang diteliti

$\varepsilon_{(t)}$ = *random error*

I_{t-1} = informasi yang bersifat *given* dan ditetapkan melalui waktu

h_t = *variance* dari $\varepsilon_{(t)}$

V_t = volatilitas dari variabel makroekonomi berupa indeks *industrial production* yang mencerminkan *real activity*, suku bunga, tingkat inflasi, atau jumlah uang beredar (*money supply*)

Sementara itu, semakin terintegrasinya ekonomi dunia terlihat dalam penelitian yang dilakukan Cheung (1997, p. 1343 - 1351) mengenai integrasi pasar saham di Asia Pasifik pada *regime Federal Fund Rate* yang berbeda, khususnya selama periode 1993 dan 1994. Dalam kaitan ini dikemukakan bahwa *Fed Fund Rate* relatif lebih *volatile* pada tahun 1994, dibandingkan tahun lainnya selama periode observasi (1990-1994). Sebaliknya, *Fed Fund Rate* relatif lebih stabil pada tahun 1993. Melalui penelitian yang dilakukan dengan model VAR serta menggunakan indeks pasar saham di US, Jepang, Hongkong, Singapura, dan Australia, diperoleh hasil bahwa pada tahun 1993 *stock return* di US tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap pasar saham di Asia Pasifik, sebaliknya hubungan yang lebih kuat terjadi pada tahun 1994. Selanjutnya Cheung menyimpulkan bahwa perkembangan kebijakan moneter di US mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *stock market return* di Asia Pasifik, khususnya yang mempunyai hubungan ekonomi yang kuat dengan US. Model VAR yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah sebagai berikut:

$$\mathbf{Z}_t = A(L) \mathbf{Z}_t + \mathbf{c} + \mathbf{e}_t \dots\dots\dots (2.5)$$

dimana,

\mathbf{Z}_t = (5 x 1) vektor dari variabel-variabel berikut ini: *stock return* US (\mathbf{R}_{US}), Jepang (\mathbf{R}_{JPN}), Hongkong (\mathbf{R}_{HKG}), Singapur (\mathbf{R}_{SING}), dan Australia (\mathbf{R}_{AUS}).

$A(L)$ = (5 x 5) polinomial matriks dalam *backward-shift operator L*

\mathbf{C} = konstanta vektor

\mathbf{e}_t = (5 x 1) vektor dari periode eror pada properti sebagai berikut:

Hondroyiannis dan Papapetrou (2001, p. 33, 42, dan 48) meneliti interaksi dinamis antara indikator makroekonomi seperti *industrial production*, suku bunga, nilai tukar, kinerja pasar saham negara lain, harga minyak riil, dan *return* saham, untuk mengetahui apakah aktivitas ekonomi mempengaruhi kinerja pasar saham di Yunani, melalui pendekatan VAR. Berdasarkan penelitian diperoleh hasil

bahwa aktivitas makroekonomi domestik mempengaruhi kinerja pasar saham di Yunani. Meskipun demikian, fluktuasi pasar saham tersebut tidak seluruhnya dapat diprediksi, mengingat masih terdapat variasi pasar saham yang tidak dijelaskan. Dalam penelitian juga diperoleh hasil bahwa *shock* pada harga minyak berpengaruh positif terhadap suku bunga. Dalam hal ini, *shock* berupa kenaikan harga minyak menciptakan *inflationary effect* terhadap ekonomi, sehingga memberikan tekanan bagi kenaikan suku bunga dan menyebabkan nilai tukar domestik terapresiasi. Selanjutnya *shock* harga minyak mempunyai efek negatif terhadap *industrial production*. Perubahan harga minyak juga mempunyai peran yang penting dalam menjelaskan pergerakan harga saham. Dalam kaitan ini, kenaikan harga minyak akan menekan *return* saham.

Hubungan antara *shock* harga minyak dan pasar saham juga dijelaskan oleh Jones dan Kaul (1996, p. 471, 472, 483) melalui penelitiannya yang dilakukan terhadap pasar saham di United States, Kanada, Jepang, dan United Kingdom. Penelitian tersebut membuktikan bahwa kenaikan harga minyak pasca perang (*postwar*) mempunyai efek yang signifikan dan secara rata-rata berpengaruh negatif terhadap pasar saham pada masing-masing negara. Pengaruh negatif yang terbesar terdapat dalam kasus Jepang, sebaliknya hubungan antara *shock* harga minyak dengan *return* saham yang lebih lemah terjadi di Kanada. Dalam kasus United States dan United Kingdom, meskipun tidak seekstrem Jepang dan Kanada, secara substansial juga menunjukkan bahwa harga minyak berpengaruh negatif terhadap *return* saham. Selanjutnya penelitian tersebut menyimpulkan bahwa pasar saham di US dan Kanada adalah rasional. Reaksi dari kedua pasar saham tersebut terhadap *shock* harga minyak dapat diperhitungkan secara utuh melalui dampaknya pada *real cashflow* baik pada saat ini maupun yang diekspektasi pada masa yang akan datang (*current dan expected future real cashflow*). Namun demikian, untuk kasus Jepang dan United Kingdom, efek tersebut tidak mampu dijelaskan melalui perubahan *future cashflow* dan atau variabel keuangan yang sering digunakan sebagai proksi untuk *expected return*.

Dalam penelitiannya tersebut, dilakukan berbagai tahapan perhitungan regresi, yaitu:

1. Analisis regresi dari hubungan antara *real stock returns* dan *real cash flow*:

$$RS_t = \alpha_1 + \sum_{s=0}^4 \beta_{1s} IP_{t+s} + \eta_{1t} \dots \dots \dots (2.6)$$

2. Analisis regresi dari efek harga minyak terhadap *real stock returns*:

$$RS_t = \alpha_2 + \sum_{s=0}^4 \Theta_{1s} OIL_{t-s} + \eta_{2t} \dots \dots \dots (2.7)$$

3. Analisis regresi dari efek harga minyak terhadap *real stock returns conditional* pada *cash flow*:

$$RS_t = \alpha_3 + \sum_{s=0}^4 \Theta_{2s} OIL_{t-s} + \sum_{s=0}^4 \beta_{2s} IP_{t+s} + \eta_{2t} \dots \dots \dots (2.8)$$

4. Analisis regresi dari efek harga minyak terhadap *real stock returns conditional* pada *cash flow* dan *expected returns*:

$$RS_t = \alpha_4 + \sum_{i=1}^5 \alpha_i X_{it} + \sum_{s=0}^4 \Theta_s OIL_{t-s} + \sum_{s=0}^4 \beta_s IP_{t+s} + \eta_{4t} \dots \dots \dots (2.9)$$

dimana,

RS_t = *real stock return* pada kuartal t sebagai perbedaan antara *compounded nominal stock return* yang berkelanjutan.

St = diperhitungkan dari indeks pasar saham dari suatu negara dan tingkat inflasi

I_t = diperhitungkan sebagai perbedaan logaritma indeks harga konsumen (*Consumer Price Index*)

IP_t = tingkat pertumbuhan dari *industrial production* pada kuartal t . yang dikalkulasi dari perbedaan logaritma pada indeks *industrial production*.

OIL_t = *prewhitened percentage change* pada harga minyak di dalam kuartal t yang dihitung dari perbedaan logaritma dalam *Producer Price Index* (PPI) untuk bahan bakar dan produk-produk lain yang berhubungan bagi Amerika, minyak dan batu bara bagi Kanada dan Jepang, dan bahan bakar bagi Inggris.

X_{it} = *proxies dan shocks pada expected returns*

Sementara itu, Wongswan (2005, p. 2-3) dalam penelitiannya mengenai respon indeks pasar saham global terhadap pengumuman kebijakan moneter US, membuktikan bahwa berita mengenai kebijakan moneter US berpengaruh terhadap indeks pasar global. Respon pasar saham terhadap perubahan kebijakan moneter US (*Fed Fund Rate*) berbeda antar masing-masing negara yang diteliti. Respon yang paling rendah terjadi di Malaysia, dan yang paling besar terjadi di Hongkong dan Korea (bahkan lebih besar dari pada respon pasar saham di US). Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan data indeks pasar saham (*high frequency intraday data*) di 16 negara termasuk Indonesia, periode September 1998 sampai dengan November 2004 atau 53 *Federal Open Market Committee (FOMC) announcement*.

Beberapa faktor yang mempengaruhi besarnya respon tersebut adalah: 1) Derajat integrasi ekonomi suatu negara dengan US yang kemungkinan dapat menentukan besarnya peranan ekonomi US bagi ekonomi domestik termasuk indeks harga saham domestik, 2) Tingkat integrasi suatu negara dengan pasar finansial internasional, dimana semakin terintegrasi suatu negara maka semakin besar responnya, serta 3) Kemampuan nilai tukar untuk melakukan penyesuaian terhadap gejolak eksternal (*external shock*). Negara yang memiliki fleksibilitas nilai tukar yang terbatas akan melakukan penyesuaian terhadap suku bunga domestik lebih besar dari pada negara yang memiliki fleksibilitas nilai tukar lebih besar (Frankel, Schmukler, dan Serven (2004) serta Shambaugh (2004) dalam Wongswan, 2005, p. 16-17)). Adapun model yang dipakai oleh Wongswan adalah sebagai berikut:

$$R_{i,t} = a + b_1 * TS_t + b_2 * PS_t + b_3 * S\&P^{Net}_t + e_{i,t} \dots \dots \dots (2.10)$$

Mengingat *path surprise* tidak signifikan, maka model yang digunakan menjadi

$$R_{i,t} = a + b_1 * TS_t + b_3 * S\&P^{Net}_t + c_1 * D_{j,t} * TS_t + e_{i,t} \dots \dots \dots (2.11)$$

dimana:

(country i) = *base country*

country j = *comparison country*

$D_{j,t}$ = *dummy* variabel, 1 untuk negara yang diobservasi dan 0 untuk negara lainnya

Target surprise (TS) = perbedaan antara target *fed funds rate* yang diumumkan dengan ekspektasi yang diturunkan dari *fed funds futures contract*

Path surprise (PS) = komponen dari perubahan suku bunga yang akan datang (*interest rate futures*) *eurodollar* jangka waktu 1 tahun ke depan yang tidak berkorelasi dengan *target surprise*

S & P^{Net} = net dari *FOMC effect return* terhadap Indeks futures S & P 500

Berdasarkan hasil riset yang dilakukan oleh Bank Indonesia (2005, p. 63-64), disimpulkan bahwa khususnya di pasar saham, peran investor asing semakin signifikan. Peningkatan peran investor asing ini tidak terlepas dari strategi diversifikasi dalam pengelolaan modal dalam skala global. Beberapa indikator menunjukkan bahwa korelasi pasar saham Indonesia dengan pasar saham negara maju khususnya pasar saham AS meskipun relatif tinggi namun masih memberikan peluang untuk diversifikasi.

Integrasi pasar keuangan dalam era globalisasi juga terlihat dalam penelitian Eun dan Shim (1989, p. 242, 248-254) mengenai *International Transmission of Stock Market Movements* dengan menggunakan model VAR. Pasar saham yang diteliti meliputi sembilan pasar saham utama di dunia yaitu Australia, Kanada, Perancis, Jerman, Hongkong, Jepang, Switzerland, UK (Inggris), dan USA (Amerika) periode Januari 1980 sampai dengan Desember 1985. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, disimpulkan bahwa pasar saham Amerika merupakan pasar saham yang paling berpengaruh terhadap pasar saham lainnya di dunia. Hal ini merefleksikan dominannya posisi Amerika dalam ekonomi dunia, yang memungkinkan negara tersebut sebagai produsen informasi terpenting yang mempengaruhi pasar saham dunia. Selanjutnya dalam penelitian

juga dikemukakan bahwa inovasi di pasar saham US secara cepat ditransmisikan ke seluruh pasar saham lainnya. Dalam penelitian ini, terdapat sembilan buah variabel yang digunakan dalam perhitungan, yaitu *rates of return* harian (*the daily rates of return*) pada kesembilan pasar saham tersebut. VAR model yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

$$Y(t) = C + \sum_{s=1}^m A(s)Y(t-s) + e(t) \dots\dots\dots (2.12)$$

dimana:

- Y(t) = (9 x 1) vektor kolom dari *daily rates of return* pada kesembilan pasar saham
 C dan A(s) = (9 x 1) dan (9 x 9) koefisien matriks
 m = panjang lag
 e (t) = (9 x 1) vektor kolom dari estimasi eror

2.5 Penelitian Mengenai Pasar Saham Konvensional dan Syariah di Indonesia

Dengan berlandaskan pada perbedaan prinsip sebagaimana telah dikemukakan sebelumnya, beberapa penelitian telah dilakukan dengan melakukan perbandingan pada pasar modal di Indonesia baik yang beraktivitas secara konvensional maupun syariah. Rachmayanti (2006) dalam penelitiannya yang menggunakan data tahun 2001-2002 membandingkan nilai *return*, *Sharpe Index*, *Treynor Index*, dan *Jansen Index*, antara portofolio saham konvensional dan portofolio saham syariah. Berdasarkan penelitian tersebut, disimpulkan bahwa kinerja portofolio saham syariah pada periode tersebut lebih baik dari saham konvensional. Selain itu, risiko yang dialami portofolio saham syariah juga lebih kecil nilainya dibandingkan risiko saham konvensional. Dari penelitian tersebut juga diperoleh hasil bahwa *shariah screening process* memberikan pengaruh positif terhadap kinerja portofolio saham syariah.

Penelitian Huda (2004, p.56-61), mengkaji faktor-faktor yang mempengaruhi beta saham pada kelompok JII dan LQ-45. Pada dasarnya beta saham merupakan indikator dari pengukuran risiko sistemik (*systemic risk*) bagi suatu sekuritas. Beta saham suatu pasar nilainya sama dengan 1 (satu). Jika suatu

sekuritas mempunyai nilai beta lebih besar dari 1, maka dikatakan risiko sistemik perusahaan tersebut tinggi. Sebaliknya jika suatu sekuritas mempunyai nilai beta kurang dari 1, maka dikatakan risiko sistemik sekuritas tersebut rendah. Berdasarkan penelitian tersebut antara lain diperoleh hasil bahwa secara rata-rata beta saham kelompok JII tahun 2002 dan 2003 berada pada nilai dibawah satu yaitu masing-masing sebesar 0,8703 dan 0,9092 yang berarti mempunyai risiko di bawah risiko pasar atau berisiko rendah. Hal yang sebaliknya terjadi pada saham kelompok LQ-45, yang secara rata-rata memiliki beta saham lebih dari 1 yaitu masing-masing sebesar 1,1308 (2002) dan 1,0996 (2003). Hal ini berarti saham dalam LQ-45 lebih berisiko dibandingkan dengan saham yang tercatat pada JII.

Lestari (2007, p. 209-210) dalam penelitiannya melakukan perbandingan kinerja pasar modal syariah dan konvensional di Indonesia melalui pendekatan volatilitas, dengan menggunakan model *univariate* (GARCH dan GJR) dan *multivariate conditional volatility*. Berdasarkan penelitiannya, diperoleh hasil bahwa pasar JII cukup superior dibandingkan pasar lainnya. Hal ini ditunjukkan dari tingkat persistensi yang tinggi atau tidak mudah terpengaruh oleh volatilitas kedua pasar lainnya (IHSG dan LQ 45). Sebaliknya pasar JII memberikan tingkat pengaruh yang cukup tinggi pada pasar lainnya. Hal ini dapat diartikan bahwa pasar JII dapat diandalkan dalam berinvestasi karena relatif kuat dan tidak terpengaruh *shock* dari pasar lain. Dalam penelitian tersebut, JII adalah *benchmark* yang digunakan untuk mengindikasikan *ethical investment*, sedangkan indeks 45 equitas terlikuid (LQ 45) dan IHSG adalah dua *benchmark* yang digunakan sebagai cermin dari *non ethical investment*.

Nasution dan Maharani (2006, p. 103, 112-113), melakukan penelitian mengenai hubungan kausalitas antara variabel makro dan harga saham syariah melalui uji kointegrasi dan *Error Correction Model* (ECM) dan dengan menggunakan data Januari 2001-Mei 2005. Berdasarkan hasil penelitiannya, disimpulkan bahwa tidak terdapat hubungan kausalitas antara tingkat suku bunga SBI, nilai tukar rupiah terhadap USD terhadap indeks harga saham JII baik satu arah (*uni-directional*) maupun dua arah (*bi-directional*). Sementara itu, terdapat hubungan kausalitas dua arah antara *money supply* (M_2) dengan indeks harga saham JII dalam jangka panjang. Dalam jangka pendek hanya terjadi hubungan

kausalitas satu arah, yaitu perubahan M_2 menyebabkan perubahan indeks harga saham JII. Model yang digunakan dalam persamaan jangka pendek dalam penelitian ini adalah:

$$DY_t = a_0 + a_1ECT1_{t-1} + a_2DY_{t-1} + a_3DX_{t-k} + u_t \dots\dots\dots (2.13)$$

$$DX_t = b_0 + b_1ECT2_{t-1} + b_2DX_{t-1} + b_3DY_{t-k} + u_t \dots\dots\dots(2.14)$$

dimana:

D = *first difference*

Yt = variabel yang digunakan berupa LN JII yaitu ln kurs

Xt = variabel yang digunakan berupa LNM2 yaitu ln M2

u_t = *residual* atau *error*

Nurpramana (2006, p. 115, 133-134), dalam penelitiannya mengenai pengaruh faktor makroekonomi terhadap imbal hasil saham-saham JII periode 1995-2004 dengan menggunakan model *multiple regression Arbitrage Pricing Theory* (APT) menyimpulkan bahwa variabel makroekonomi berupa suku bunga SBI, laju inflasi, dan pertumbuhan PNB (Produk Nasional Bruto) berpengaruh terhadap imbal hasil saham JII. Dari 21 saham yang diuji, 15 imbal hasil saham terpengaruh secara signifikan (tingkat signifikansi 5%). Namun demikian, apabila dilihat secara individual, variabel makroekonomi yang paling berpengaruh terhadap imbal hasil saham JII adalah pertumbuhan PNB, dibandingkan suku bunga SBI dan laju inflasi. Selanjutnya, dari penelitian tersebut juga disimpulkan bahwa terdapat korelasi negatif antara suku bunga SBI dengan imbal hasil saham JII, sedangkan laju inflasi dan pertumbuhan PNB berkorelasi positif terhadap imbal saham JII (kecuali dua model imbal saham). Bentuk persamaan matematika yang digunakan dalam model imbal hasil saham tersebut adalah:

$$R = \bar{R} + \beta_{SBI} F_{SBI} + \beta_{INF} F_{INF} + \beta_{PNB} F_{PNB} \dots\dots\dots(2.15)$$

dimana:

R = tingkat keuntungan aktual saham i

\bar{R} = tingkat keuntungan yang diharapkan saham i

β_i = koefisien variabel

F_{SBI} = *surprise factor* suku bunga SBI (*actual – expected interest rate*)

F_{INF} = *surprise factor* inflasi (*actual inflation – expected inflation*)

F_{PNB} = *surprise factor* PNB (*actual PNB – expected PNB*)

Dalam penelitian Kurniawan (2008, p.45-46) mengenai Volatilitas Saham Syariah (Analisis Atas Jakarta Islamic Index) diperoleh hasil bahwa pada JII, nilai α adalah 0.114233, sementara nilai dari β adalah 0.809964. Kedua ukuran ini akan sangat berpengaruh terhadap pola-pola yang terjadi di JII. Nilai α adalah '*reaction*' *coeffisient* sementara β adalah '*persistence*' *coeffisient*. Jika α lebih kecil dari β , menunjukkan bahwa *effect* dari volatilitas akan berlangsung secara terus menerus terhadap asset tersebut, karena reaksi untuk kembali normal kecil dari kecendrungan untuk terus bergerak. Jika α lebih besar β , volatilitas terkendali, artinya, setiap volatilitas terjadi akan ada reaksi kuat untuk membuat revisi pergerakan. Jika $\alpha = \beta$, tidak akan pernah terjadi. Karena di JII $\alpha = 0.114233$ dan $\beta = 0.809964$, sehingga α lebih kecil β (memiliki volatilitas yang tinggi), sehingga dapat dikatakan pola JII cenderung diatur oleh para "*speculators*" bersama *frenzy* (emosional) investor dalam mempengaruhi harga. Penelitian tersebut dilakukan dengan menggunakan data tahun 2004 sampai 2007.

2.6 Perbedaan dengan Penelitian Sebelumnya

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui dan membandingkan bagaimana pengaruh *shock* indikator makroekonomi global dan Indonesia terhadap pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) atau *Jakarta Composite Index* (JCI) dan *Jakarta Islamic Index* (JII) sebagai cerminan investasi yang beraktivitas secara konvensional dan syariah. Apabila dibandingkan dengan penelitian sebelumnya, terdapat dua perbedaan utama yang digunakan dalam penelitian ini. Perbedaan pertama yaitu dari sisi variabel yang digunakan, sedangkan perbedaan kedua yaitu dari sisi model penelitian yang digunakan.

Dari sisi variabel yang digunakan, Lestari (2007, p. 192-193) melakukan perbandingan kinerja pasar modal syariah dan konvensional di Indonesia dengan menggunakan tiga jenis data yaitu *Jakarta Islamic Index* (JII), Indeks 45 saham paling likuid atau LQ45 index, dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) secara time series periode 02/05/2005 – 19/03/2007 atau mencakup 487 data. Dalam

penelitian Nasution dan Maharani (2006, p. 103), variabel makroekonomi yang digunakan untuk memprediksi pergerakan harga saham syariah (JII) adalah suku bunga SBI, kurs rupiah terhadap USD, dan *money supply* dalam arti luas (M2), periode Januari 2001 – Mei 2005. Sementara itu, penelitian ini akan dilakukan dengan menggunakan variabel harga minyak dunia, *Fed Fund Rate*, serta *Dow Jones Index Average* (DJIA) sebagai representasi variabel makroekonomi dunia. Selain itu, dalam penelitian ini juga akan digunakan data tingkat inflasi dan nilai tukar Rupiah terhadap USD sebagai representasi variabel makroekonomi Indonesia.

Dari sisi model penelitian yang digunakan, penelitian Lestari (2007, p.195) dilakukan dengan model *univariate* (GARCH dan GJR) dan *multivariate conditional volatility*. Nasution dan Maharani (2006, p.103), melakukan penelitian mengenai hubungan kausalitas antara variabel makro dan harga saham syariah melalui uji kointegrasi dan *Error Correction Model* (ECM). Sementara itu, model yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah *Vector Auto Regression* (VAR) dan *Impulse Response Functions*.

Pada dasarnya model VAR merupakan sebuah model estimasi yang dikembangkan oleh Christopher A. Sims pada tahun 1980. Dalam makalah InterCAFE – LPPM IPB (2008, p. III-43) dinyatakan bahwa secara garis besar sistem VAR dapat memberikan manfaat bagi penggunaannya antara lain dalam bentuk: a) *forecasting*, yaitu ekstrapolasi nilai saat ini dan masa depan seluruh variabel dengan memanfaatkan seluruh informasi masa lalu variabel, serta b) *Impulse Response Function*, yang digunakan untuk melacak respon saat ini dan masa depan dari setiap variabel akibat perubahan atau *shock* suatu variabel tertentu.

Sementara itu *Impulse Response Functions* digunakan untuk melihat respon IHSG atau JII terhadap shock yang terjadi dalam suatu variabel indikator makroekonomi. Pindyck dan Rubinfeld (1991) dalam Lindiawatie (2007, p. 44), menyatakan bahwa *Impulse Response Functions* adalah metode yang dapat digunakan untuk menentukan respons suatu variabel endogen terhadap *shock* variabel tertentu. Dalam hal ini, *shock* suatu variabel misalnya variabel ke-*i* tidak hanya berpengaruh terhadap variabel ke-*i* itu saja, tetapi juga ditransmisikan

kepada semua variabel endogen yang lainnya melalui struktur dinamik atau struktur lag dalam VAR. Jadi *Impulse Response Functions* mengukur pengaruh *shock* pada suatu waktu kepada inovasi variabel endogen pada saat tersebut dan dimasa yang akan datang. Hal ini ditegaskan juga oleh Usman (2008), yang menyatakan bahwa apabila terjadi *shock*, model VAR dalam kenyataannya dapat menunjukkan respon yang berbeda antara satu variabel dengan variabel lainnya. Oleh karena itu, perlu dilakukan analisis terhadap *impulse response* yang digunakan untuk memperkirakan seberapa lama tanggapan respon yang diberikan terhadap suatu *shock* yang terjadi.

