

# BAB 1

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Sejalan dengan perkembangan perekonomian global, pasar modal semakin memiliki peran yang sangat strategis dan diharapkan dapat mendorong terjadinya alokasi dana yang efisien, karena pihak yang memiliki kelebihan dana (investor) dapat memilih alternatif investasi yang memberikan *return* paling optimal dari berbagai sektor produktif. Pada umumnya surat-surat berharga yang diperdagangkan dalam pasar modal memiliki jangka waktu yang lebih panjang seperti saham dan obligasi.

Sebagai negara yang mayoritas penduduknya beragama Islam, upaya untuk meningkatkan pengembangan pasar modal yang berbasis syariah terus dilakukan. Dalam *Master Plan* Pasar Modal Indonesia 2005-2009 (2005, p. 64) dikemukakan bahwa dua strategi utama telah dicanangkan untuk dapat mencapai sasaran tersebut di atas. Untuk memiliki landasan yang kokoh, strategi pertama yang akan diterapkan adalah menyusun kerangka hukum yang dapat memfasilitasi pengembangan pasar modal berbasis syariah. Sedangkan untuk mengakomodasi pihak-pihak yang terlibat di industri pasar modal, dalam hal ini pihak yang membutuhkan dana dan pihak pemodal, strategi kedua yang diterapkan adalah mendorong pengembangan dan penciptaan produk-produk pasar modal berbasis syariah.

Aktivitas perdagangan saham dengan prinsip syariah sebenarnya telah mewarnai perkembangan pasar saham di Indonesia sejak Juli 2000 dengan diluncurkannya *Jakarta Islamic Index*, yang merupakan pengelompokkan saham-saham 30 emiten yang dipandang paling mendekati kriteria syariah. Dengan demikian sejak periode tersebut, pada pasar saham di Indonesia selain terdapat Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan Indeks LQ-45 yang sudah dikenal lebih dahulu oleh pelaku pasar saham, terdapat pula *Jakarta Islamic Index*. Dengan keberadaan *Jakarta Islamic Index* tersebut, investor pada pasar saham semakin memiliki alternatif dalam melakukan pilihan investasi, terutama bagi

Universitas Indonesia

investor yang ingin menerapkan prinsip syariah bagi manajemen portofolio yang dimilikinya.

Pada dasarnya perbedaan utama antara Indeks Harga Saham Gabungan dengan *Jakarta Islamic Index*, terletak pada *screening process*. Perusahaan yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* telah melalui serangkaian proses seleksi atau dikenal juga dengan istilah *screening process*, dengan mengacu pada kriteria baik yang bersifat kualitatif maupun kuantitatif. Kriteria kualitatif secara prinsip merupakan aspek normatif yang lebih menekankan pentingnya aspek kehalalan pada berbagai aktivitas usaha, mulai dari proses produksi hingga distribusi produk yang dihasilkan. Sementara itu, kriteria kuantitatif lebih menekankan pada aspek finansial. Secara keseluruhan, setelah melalui serangkaian tahapan *screening process* tersebut, diharapkan agar perusahaan yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* tidak hanya memenuhi aspek syariah, namun juga memiliki kinerja yang lebih baik karena merupakan saham-saham pilihan.

Terkait dengan kegiatan investasi termasuk investasi di bursa saham tersebut, secara prinsip ekonomi Islam sangat menganjurkan dilakukannya investasi yang diharapkan dapat menjadi bekal bagi persiapan masa depan, mengingat tidak ada seorangpun yang dapat mengetahui apa yang akan terjadi pada hari esok, sebagaimana ayat Al-Qur'an berikut:

يٰٓأَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَلْتَنْظُرْ نَفْسٌ مَّا قَدَّمَتْ لِغَدٍ ۖ وَاتَّقُوا اللَّهَ ۚ إِنَّ اللَّهَ خَبِيرٌ بِمَا تَعْمَلُونَ ﴿١٨﴾

*Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan hendaklah setiap diri memperhatikan apa yang telah diperbuatnya untuk hari esok (akhirat); dan bertakwalah kepada Allah, Sesungguhnya Allah Maha mengetahui apa yang kamu kerjakan (QS. Al-Hasyr: 18).*

Sementara itu, Achsien (2003, p. 60-61) menyatakan bahwa untuk muslim investor, investasi pada saham (*equity investment*) memang sudah semestinya menjadi preferensi untuk menggantikan investasi pada *interest yielding bonds* atau sertifikat deposito.

Namun demikian, secara umum dapat dikatakan bahwa investasi pada saham memiliki risiko yang tergolong tinggi, mengingat pergerakan harga saham

yang sangat fluktuatif dan mudah terpengaruh oleh berbagai peristiwa ataupun berita baik yang berkaitan dengan bidang ekonomi, maupun peristiwa lainnya yang sama sekali tidak ada kaitannya dengan bidang ekonomi, seperti kondisi sosial, politik, dan keamanan, yang tidak hanya terjadi pada suatu negara, namun dapat juga terjadi dalam skala global. Lestari (2007, p. 170), 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, pasar modal kerap menjadi media untuk mengambil keuntungan jangka pendek melalui upaya spekulasi yang memanfaatkan volatilitas dengan adanya *news* atau *shock* tersebut.

Dalam perspektif ekonomi Islam, transaksi yang bersifat spekulatif dan mengandung unsur *maysir* dan *gharar* termasuk dalam kategori transaksi yang dilarang dalam Al-Qur'an sebagaimana ayat berikut:

﴿يَسْأَلُونَكَ عَنِ الْخَمْرِ وَالْمَيْسِرِ ۖ قُلْ فِيهِمَا إِثْمٌ كَبِيرٌ وَمَنْفَعٌ لِلنَّاسِ وَإِثْمُهُمَا أَكْبَرُ مِنْ نَفْعِهِمَا ۗ وَيَسْأَلُونَكَ مَاذَا يُنْفِقُونَ قُلِ الْغَفْوٌ كَذَلِكَ يُبَيِّنُ اللَّهُ لَكُمْ الْآيَاتِ لَعَلَّكُمْ تَتَفَكَّرُونَ ﴿٢١٩﴾﴾

*Mereka bertanya kepadamu tentang khamar[136]<sup>1</sup> dan judi. Katakanlah: "Pada keduanya terdapat dosa yang besar dan beberapa manfaat bagi manusia, tetapi dosa keduanya lebih besar dari manfaatnya". dan mereka bertanya kepadamu apa yang mereka nafkahkan. Katakanlah: " yang lebih dari keperluan." Demikianlah Allah menerangkan ayat-ayat-Nya kepadamu supaya kamu berfikir (Al-Baqarah: 219).*

Namun demikian, dalam prakteknya meskipun telah dilarang, namun pengabaian terhadap nilai-nilai Islami melalui penerapan berbagai transaksi atau aktivitas ekonomi yang bertentangan dengan nilai-nilai Islami tersebut masih terus dilakukan demi memperoleh keuntungan pribadi atau golongan semata. Kondisi

<sup>1</sup> [136] segala minuman yang memabukkan.

ini pada akhirnya dapat mengakibatkan bencana atau kerusakan pada umat manusia sendiri sebagaimana telah diingatkan dalam Al-Qur'an dalam ayat berikut:

وَمَا أَصَابَكُمْ مِّنْ مُّصِيبَةٍ فِيمَا كَسَبَتْ أَيْدِيكُمْ وَيَعْفُوا عَنْ كَثِيرٍ ﴿٣٠﴾

*Dan apa saja musibah yang menimpa kamu maka adalah disebabkan oleh perbuatan tanganmu sendiri, dan Allah memaafkan sebagian besar (dari kesalahan-kesalahanmu) (As-Syura: 30)*

Hal ini juga dipertegas dalam surat Ar-Rum: 41 berikut:

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).*

Dalam tafsir Al-Mishbah (2002, vol 11, p.78) dijelaskan, ayat tersebut mengisyaratkan bahwa kerusakan yang terjadi dapat berdampak lebih buruk. Tetapi rahmat Allah masih menyentuh manusia, karena Dia baru mencicipkan/merasakan, bukan menimpakan kepada mereka. Di sisi lain, dampak tersebut baru sebagian akibat dosa mereka. Dosa yang lain boleh jadi diampuni Allah, dan boleh jadi juga ditangguhkan siksananya ke hari yang lain.

Melalui ayat-ayat tersebut semakin jelas terlihat betapa pentingnya penerapan prinsip-prinsip Islami dalam setiap aspek kehidupan, termasuk dalam melakukan transaksi di bursa saham. Apalagi bila hal tersebut dikaitkan dengan memburuknya kondisi perekonomian global, termasuk anjloknya pasar saham Indonesia akhir-akhir ini. Setelah melewati fase perkembangan yang pesat (2003-2007) dengan rata-rata kenaikan per tahun sebesar 46,20% untuk IHSG dan 50,13% untuk JII, indeks harga saham di bursa Indonesia tahun 2008 merosot drastis. IHSG pada akhir September 2008 ditutup pada level 1.832,5 atau turun

33,26% dibandingkan level akhir tahun 2007. Dalam kurun waktu yang sama JII ditutup pada level 286,4 atau mengalami penurunan sebesar 41,9%.

Ditinjau dari aspek ekonomi, salah satu faktor yang mempengaruhi pergerakan harga saham adalah kondisi fundamental makroekonomi. Terkait dengan kondisi fundamental berupa indikator makroekonomi, nilai tukar rupiah pada akhir September ditutup pada level Rp.9.506 per USD, atau terdepresiasi 1,20% dibandingkan posisi akhir tahun 2007 yang tercatat sebesar Rp.9.393. Sementara itu, tekanan inflasi meningkat hingga mencapai 10,47% (ytd) atau 12,14% (yoy). Dalam laporan Bank Indonesia (2008, p.1, 3) dikemukakan bahwa terjadinya aliran keluar modal asing memberi tekanan pada nilai tukar rupiah selama triwulan III-2008. Selanjutnya dikemukakan pula, masih tingginya tekanan inflasi pada triwulan III-2008 terutama berasal dari tingginya ekspektasi inflasi masyarakat, kuatnya permintaan domestik, serta dampak *imported inflation* terkait dengan potensi pelemahan nilai tukar rupiah sebagai akibat dari krisis keuangan di AS. Terkait dengan kinerja IHSG, dikemukakan bahwa buruknya kinerja IHSG selama triwulan III-2008 lebih disebabkan oleh pengaruh memburuknya kondisi pasar keuangan global seiring dengan berlanjutnya kebangkrutan beberapa institusi keuangan internasional.

Kondisi keuangan global sejak 2007 hingga akhir September 2008 memang masih mengalami gejolak. Berbagai gejolak yang mewarnai kondisi perekonomian global tersebut berawal pada permasalahan *subprime mortgage loan* di negara Amerika. Gejolak tersebut tidak hanya mengakibatkan melambatnya perekonomian negara tersebut, tapi juga berdampak pada negara lainnya. Kondisi tersebut diperparah dengan kenaikan harga komoditas terutama harga minyak dunia yang melesat hingga menembus level USD 140 per barel pada bulan Juli 2008. Krisis tersebut juga mengakibatkan guncangnya sektor finansial akibat ketatnya likuiditas di pasar keuangan. Beberapa institusi keuangan global dilaporkan mengalami kerugian dan harus melakukan penghapusbukuan (*write-off*), bahkan lebih dari itu, krisis tersebut juga mengakibatkan bangkrutnya beberapa institusi keuangan global.

Dalam perkembangannya, berbagai upaya telah dilakukan oleh beberapa bank sentral negara maju untuk meredam gejolak tersebut, termasuk dilakukannya

kebijakan penurunan suku bunga (*easing monetary policy*) oleh The Federal Reserve (The Fed) selaku bank sentral Amerika. Meskipun kebijakan penurunan suku bunga telah dilakukan, dan harga minyak dunia juga telah mengalami penurunan drastis, namun indeks harga saham global masih merosot tajam sebagaimana terlihat pada Indeks Dow Jones. Setelah mengalami penguatan hingga mencapai level 14.198 pada tanggal 10 Oktober 2007 (tertinggi selama periode Juli 2000 – September 2008), Indeks Dow Jones terkoreksi dan merosot hingga mencapai level 10.850,7 pada akhir September 2008 atau turun sebesar 23,6%. Semakin terintegrasinya pasar keuangan dunia membuat anjloknya bursa saham global juga berimbas pada bursa saham di Indonesia yang ditandai oleh penurunan IHSG dan JII sebagaimana telah dikemukakan sebelumnya.

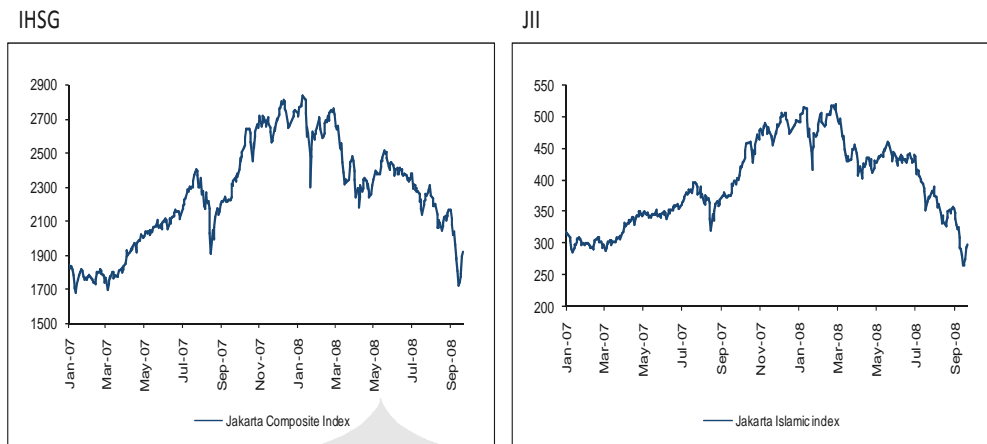
Berdasarkan hal tersebut, perlu kiranya dilakukan suatu penelitian untuk mengetahui bagaimana pengaruh dari indikator makroekonomi global maupun Indonesia terhadap pergerakan IHSG yang melakukan aktivitas secara konvensional, dengan JII yang sudah melalui serangkaian tahapan *screening process*. Pada dasarnya beberapa penelitian yang membandingkan kinerja saham yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* dengan saham perusahaan yang tergabung IHSG maupun LQ-45, telah dilakukan sebelumnya. Dalam beberapa penelitian tersebut disimpulkan bahwa pergerakan indeks JII memiliki risiko dan volatilitas yang lebih rendah dibandingkan dengan indeks harga saham yang melakukan aktivitas secara konvensional.

Rachmayanti (2006) dalam penelitiannya yang menggunakan data 2001-2002 menyimpulkan bahwa kinerja portofolio saham syariah pada periode tersebut lebih baik dari pada portofolio saham konvensional. Risiko portofolio saham syariah juga lebih kecil nilainya dibandingkan risiko saham konvensional. Selanjutnya dalam penelitian tersebut juga dinyatakan bahwa *shariah screening process* memberikan pengaruh positif terhadap kinerja portofolio saham syariah. Huda (2004) menggunakan data tahun 2002-2003, membuktikan saham perusahaan yang tercatat dalam JII mempunyai risiko yang lebih rendah dari pada yang tercatat dalam LQ-45. Sementara itu, Lestari (2007) dalam penelitiannya yang menggunakan data harian periode 02/05/2005 – 19/03/2007, menyimpulkan 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 bahwa pasar JII dapat diandalkan dalam berinvestasi karena relatif kuat dan tidak terpengaruh *shock* dari pasar lain.

Hasil penelitian yang berbeda diperoleh dalam penelitian Kurniawan (2008) mengenai Volatilitas Saham Syariah (Analisis Atas Jakarta Islamic Index). Dalam penelitian tersebut diperoleh hasil bahwa pada JII, nilai  $\alpha$  lebih kecil dibandingkan nilai  $\beta$ . Nilai  $\alpha$  adalah '*reaction*' *coeffisient* sementara  $\beta$  adalah '*persistence*' *coeffisient*. Jika  $\alpha$  lebih kecil dari  $\beta$ , menunjukkan bahwa *effect* dari volatilitas akan berlangsung secara terus menerus terhadap asset tersebut, karena reaksi untuk kembali normal kecil dari pada kecenderungan untuk terus bergerak, dengan kata lain karena  $\alpha$  lebih kecil dari  $\beta$  berarti memiliki volatilitas yang tinggi.

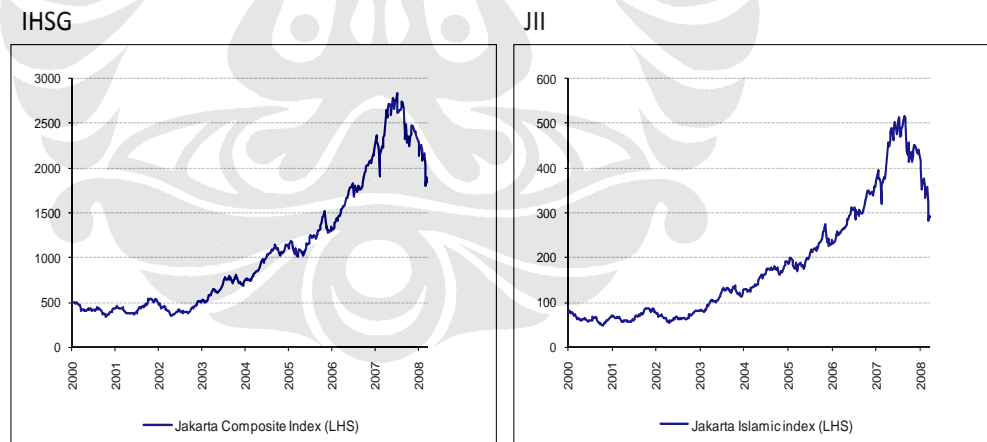
Secara umum berdasarkan Grafik 1.1 berikut dapat dilihat bahwa volatilitas juga terjadi baik pada IHSG atau *Jakarta Composite Index* (JCI) dan *Jakarta Islamic Index* (JII). Bahkan pergerakan ke dua indeks harga saham tersebut dalam jangka waktu pendek (2007-September 2008) cenderung mempunyai pola pergerakan yang hampir sama.



Sumber: Bloomberg

Grafik 1.1. Perkembangan IHS dan JII (Januari 2007 – September 2008)

Tidak hanya dalam jangka pendek, pola pergerakan yang hampir sama juga ditunjukkan oleh Grafik 1.2. yang menggambarkan perkembangan ke dua indeks harga saham tersebut dalam jangka waktu yang lebih panjang (Juli 2000 – September 2008).



Sumber: Bloomberg

Grafik 1.2. Perkembangan IHS dan JII (Juli 2000 – September 2008)

Terkait hal tersebut, penelitian ini akan dilakukan dengan membandingkan pergerakan indeks harga saham yang tergabung dalam IHS dengan JII melalui pendekatan yang berbeda dari penelitian sebelumnya. Penelitian ini akan lebih



difokuskan untuk melihat dan membandingkan pengaruh indikator makroekonomi global maupun domestik baik terhadap pergerakan IHSG dan JII. Hal ini disebabkan bahwa berdasarkan beberapa hasil penelitian, diketahui bahwa fluktuasi yang terjadi di pasar saham suatu negara tidak hanya dipengaruhi oleh *shock* pada indikator makroekonomi negara tersebut, namun juga dipengaruhi oleh *shock* indikator makroekonomi global. Jones dan Kaul (1996) membuktikan bahwa kenaikan harga minyak mempunyai efek yang signifikan dan secara rata-rata berpengaruh negatif terhadap pasar saham. Penelitian Wongswan (2005) membuktikan bahwa berita mengenai kebijakan moneter Amerika berpengaruh terhadap indeks pasar saham global. Eun dan Shim (1989) membuktikan bahwa pasar saham Amerika merupakan pasar saham yang paling berpengaruh terhadap pasar saham lainnya di dunia.

## **1.2 Perumusan Masalah dan Pertanyaan Penelitian**

Berdasarkan hal-hal tersebut diatas, yang menjadi masalah dalam penelitian ini adalah beberapa penelitian sebelumnya menyatakan bahwa *Jakarta Islamic Index* (JII) memiliki risiko atau volatilitas yang lebih rendah atau lebih tahan terhadap *shock* yang terjadi dipasar lainnya dibandingkan dengan Indeks Harga Saham yang beraktivitas secara konvensional seperti IHSG atau LQ-45. Selain itu, dinyatakan pula bahwa *shariah screening process* memberikan pengaruh positif terhadap kinerja portofolio saham syariah. Namun demikian, berdasarkan pengamatan awal baik dalam jangka pendek maupun jangka waktu yang lebih panjang, meskipun telah melalui serangkaian tahapan *screening process*, pergerakan JII cenderung memiliki pola yang hampir sama dengan pola pergerakan IHSG. Pola pergerakan harga saham baik IHSG maupun JII turut dipengaruhi oleh variabel makroekonomi. Jika memang *screening process* ditujukan untuk membuat JII lebih tahan terhadap *shock*, maka indikator makroekonomi tidak banyak berpengaruh terhadap pergerakan JII dibandingkan dengan pengaruhnya terhadap pergerakan IHSG. Dengan demikian perlu dilakukan penelitian untuk mengetahui dan membandingkan bagaimana pengaruh indikator makroekonomi tersebut terhadap pergerakan IHSG dan JII.

Sehubungan dengan hal tersebut, penelitian ini akan difokuskan untuk melihat dan membandingkan pengaruh indikator makroekonomi global maupun domestik baik terhadap pergerakan IHSG maupun JII. Hal ini disebabkan bahwa berdasarkan beberapa hasil penelitian, diketahui bahwa fluktuasi yang terjadi di pasar saham suatu negara tidak hanya dipengaruhi oleh *shock* pada indikator makroekonomi negara tersebut, namun juga dipengaruhi oleh *shock* indikator makroekonomi global.

Dengan demikian, maka yang menjadi pertanyaan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Bagaimana pengaruh indikator makroekonomi global dan Indonesia terhadap pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan dan *Jakarta Islamic Index*. Apakah indikator makroekonomi tersebut memang lebih berpengaruh terhadap pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang beraktivitas secara konvensional dibandingkan dengan *Jakarta Islamic Index* yang beraktivitas secara syariah. Dalam penelitian ini, indikator makroekonomi global direpresentasikan oleh harga minyak dunia, Fed Fund Rate, dan indeks Dow Jones, sedangkan indikator makroekonomi Indonesia direpresentasikan oleh tingkat inflasi, dan nilai tukar.
2. Bagaimana respon dari Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan *Jakarta Islamic Index* (JII) terhadap *shock* yang terjadi pada indikator makroekonomi global dan Indonesia tersebut.

### **1.3 Tujuan Penelitian**

Adapun tujuan penelitian ini adalah untuk:

1. Mengetahui dan membandingkan pengaruh variabel makroekonomi global dan Indonesia terhadap pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan *Jakarta Islamic Index* (JII).
2. Mengetahui dan membandingkan respon dari Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan *Jakarta Islamic Index* (JII) apabila terjadi *shock* pada indikator makroekonomi global dan Indonesia.

#### 1.4 Manfaat Penelitian

Adapun manfaat dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Sebagai bahan masukan bagi investor yang ingin menempatkan dana yang dimilikinya pada pasar saham di Indonesia baik yang bergerak secara konvensional maupun berdasarkan prinsip syariah.
2. Sebagai bahan masukan bagi regulator dan Dewan Syariah Nasional bagi upaya pengembangan pasar modal yang bergerak berdasarkan prinsip syariah atau perusahaan yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index*.
3. Sebagai bahan masukan bagi kalangan akademik dalam melakukan pengembangan penelitian lanjutan.

#### 1.5 Batasan Penelitian

Data yang digunakan adalah data harga minyak dunia, *Fed Fund Rate*, dan indeks Dow Jones sebagai representasi dari indikator makroekonomi global, serta nilai tukar Rp terhadap USD (nilai Rp per USD 1) dan tingkat inflasi (Indeks Harga Konsumen) sebagai representasi indikator makroekonomi Indonesia. Selain itu digunakan juga data Indeks harga Saham Gabungan dan *Jakarta Islamic Index* (JII). Data harga IHSG, JII, minyak dunia, *Fed Fund Rate*, indeks Dow Jones, dan nilai tukar rupiah diperoleh dari Bloomberg. Sementara itu, data inflasi diperoleh dari berbagai publikasi yang diterbitkan oleh Badan Pusat Statistik maupun Bank Indonesia. Periode pengamatan akan dilakukan sejak Juli 2000 – September 2008.

#### 1.6 Kerangka Pemikiran

Slifer dan Carnes (1995, p. 14) 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.

Terkait hal tersebut, kenaikan harga minyak akan mempengaruhi biaya (*cost*) perusahaan, sehingga dapat berdampak negatif terhadap profit perusahaan dan pada gilirannya akan mengakibatkan turunnya harga saham perusahaan tersebut.

Kebijakan penurunan Fed Fund Rate (*easing monetary policy*) yang dilakukan secara agresif oleh bank sentral Amerika, di satu sisi mengindikasikan bahwa perekonomian Amerika mengalami pelemahan yang dapat berdampak pada turunnya ekspor Indonesia ke negara tersebut. Penurunan ekspor tersebut dapat berakibat pada turunnya profit perusahaan dan pada akhirnya berakibat pada turunnya harga saham perusahaan dimaksud. Di sisi lain kenaikan Fed Fund Rate dapat memicu kenaikan suku bunga global termasuk kenaikan suku bunga di Indonesia, sehingga mengakibatkan penurunan harga saham di negara lain (Indonesia).

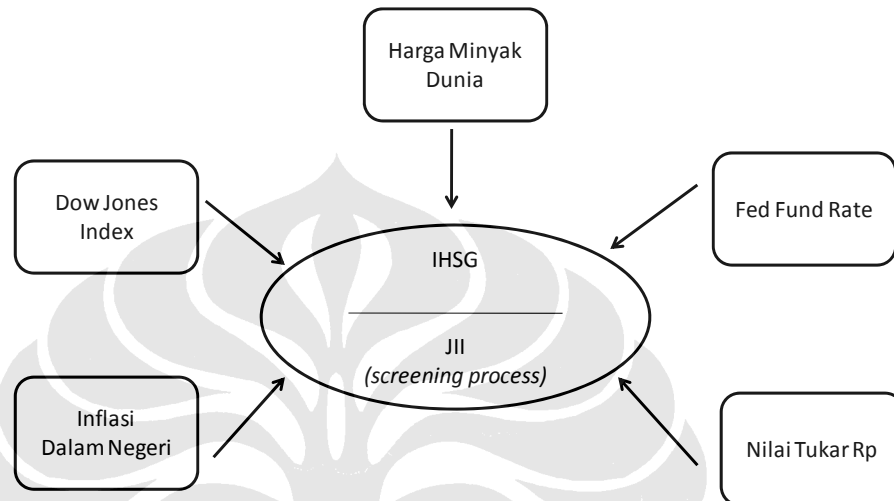
Indeks Dow Jones merupakan salah satu indikator pasar modal global yang sangat diperhatikan oleh pelaku pasar modal termasuk di Indonesia. Dengan demikian, penurunan Indeks Dow Jones dapat berdampak negatif terhadap pergerakan indeks saham di Indonesia. Semakin terintegrasinya pasar keuangan dunia dan masih dominannya posisi Amerika dalam perekonomian dunia, merupakan salah satu faktor yang membuat Indeks Dow Jones sangat diperhatikan oleh pelaku pasar.

Secara teoritis tingkat inflasi yang diukur dari *Consumer Price Index (CPI)* mempunyai hubungan yang negatif dengan pasar saham, karena inflasi yang tinggi akan menurunkan nilai riil (*real value*) dari penerimaan perusahaan termasuk dividen, sehingga mendorong turunnya harga saham. Inflasi yang tinggi juga dapat memicu kenaikan suku bunga, sehingga akan menyebabkan biaya pinjaman (*cost of borrowing*) meningkat, dan mengurangi profit perusahaan serta mengakibatkan turunnya harga saham.

Pelemahan nilai tukar atau depresiasi rupiah di satu sisi akan meningkatkan daya saing komoditi ekspor Indonesia, sehingga *corporate profit* akan meningkat dan pada akhirnya akan mendorong kenaikan harga saham perusahaan tersebut. Namun di sisi lain, depresiasi rupiah akan meningkatkan harga barang impor sehingga *cost of production* bagi perusahaan yang banyak menggunakan barang impor tersebut akan meningkat, sehingga dapat mengakibatkan turunnya *corporate profit* dan pada gilirannya akan mengakibatkan turunnya saham perusahaan tersebut. Dengan demikian hubungan nilai tukar terhadap harga saham

perusahaan akan sangat dipengaruhi oleh jenis perusahaan tersebut, apakah lebih bersifat sebagai eksportir atau importir.

Berdasarkan hal-hal tersebut, dapat digambarkan kerangka pemikiran teori sebagai berikut:



Gambar 1.1. Kerangka Pemikiran

### 1.7 Hipotesis Penelitian

1. Diduga indikator makroekonomi global, yang direpresentasikan oleh harga minyak dunia, Fed Fund Rate, dan *Indeks Dow Jones* serta indikator makroekonomi Indonesia, yang direpresentasikan oleh inflasi dan pergerakan nilai tukar rupiah, lebih berpengaruh terhadap pergerakan IHSG dibandingkan terhadap pergerakan JII.
2. Diduga setelah terjadinya *shock* pada indikator makroekonomi global maupun indikator makroekonomi Indonesia, *Jakarta Islamic Index* (JII) akan mampu kembali kepada garis keseimbangan jangka panjang lebih cepat dibandingkan dengan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

### 1.8 Metodologi Penelitian

Penelitian ini akan dilakukan dengan menggunakan model *Vector Auto Regressive* (VAR) dan *Impulse Response Functions* (IRF). VAR adalah suatu model yang

sangat bermanfaat untuk mempelajari dinamika perekonomian setelah terjadi *shock* dari suatu kebijakan dan telah mejadi metode standar dalam suatu studi empiris makroekonomi (Lindiawatie, 2007, p. 10 ).

Data yang akan digunakan dalam penelitian ini yaitu IHSG, JII, harga minyak dunia, *Fed Fund Rate*, indeks Dow Jones, dan nilai tukar rupiah diperoleh dari Bloomberg. Sementara itu, data inflasi diperoleh dari Badan Pusat Statistik. Periode pengamatan akan dilakukan sejak Juli 2000 – September 2008.

## **1.9 Sistematika Penulisan**

Dalam rangka mempermudah pembahasan, sistematika yang digunakan dalam penyajian tesis ini adalah sebagai berikut:

### **BAB 1: PENDAHULUAN**

Bab ini mengulas tentang latar belakang dilakukannya penelitian ini, serta berbagai kondisi dan permasalahan yang dihadapi ekonomi global termasuk ekonomi Indonesia yang diduga berdampak pada pergerakan indeks harga di pasar saham Indonesia baik berupa IHSG maupun JII. Selanjutnya dikemukakan pula mengenai permasalahan penelitian, tujuan dan manfaat penelitian, batasan penelitian, kerangka pemikiran, hipotesis dan metodologi penelitian.

### **BAB 2: TINJAUAN LITERATUR**

Bab ini berisi uraian tentang teori yang mendukung rencana penelitian. Pada bagian awal diuraikan tentang transaksi di pasar modal dalam perspektif ekonomi Islam. Selanjutnya diuraikan pula mengenai pengaruh globalisasi terhadap indikator makroekonomi suatu negara termasuk Indonesia, serta beberapa indikator makroekonomi yang digunakan dalam penelitian baik indikator makroekonomi global maupun domestik (Indonesia), yaitu Fed Fund Rate, harga minyak dunia, Indeks Dow Jones, inflasi dalam negeri, dan nilai tukar rupiah terhadap USD. Dalam bagian akhir dikemukakan pula mengenai penelitian terkait hubungan indikator makroekonomi dan pasar saham.

**BAB 3: DATA DAN METODOLOGI PENELITIAN**

Bab ini memuat tentang data yang akan digunakan dalam penelitian, sumber data, serta metodologi penelitian yang akan digunakan untuk menjawab permasalahan serta hipotesis penelitian.

**BAB 4: ANALISIS DAN PEMBAHASAN**

Bab ini memuat tentang analisis dari hasil pengolahan data yang dilakukan dengan menggunakan model *Vektor Autoregression* (VAR) dan *Impulse Response Functions* (IRF). Melalui hasil pengolahan data, analisis dan pembahasan yang dilakukan berdasarkan model tersebut diharapkan akan diperoleh jawaban atas permasalahan serta hipotesis yang telah dikemukakan sebelumnya yaitu bagaimana pengaruh perbandingan *shock* variabel makroekonomi global dan Indonesia terhadap kinerja indeks harga saham gabungan (IHSG) dan *Jakarta Islamic Index* (JII).

**BAB 5: KESIMPULAN DAN SARAN**

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan pada bab sebelumnya, akan diperoleh kesimpulan atas permasalahan serta saran yang perlu dilakukan sebagai salah satu masukan guna perbaikan ke depan.