

4-30-2013

THE ISLAMIC CAPITAL MARKET VOLATILITY: A COMPARATIVE STUDY BETWEEN IN INDONESIA AND MALAYSIA

Muhammad Syafii Antonio

Hafidhoh Hafidhoh

Hilman Fauzi

Follow this and additional works at: <https://bulletin.bmeb-bi.org/bmeb>

Recommended Citation

Antonio, Muhammad Syafii; Hafidhoh, Hafidhoh; and Fauzi, Hilman (2013) "THE ISLAMIC CAPITAL MARKET VOLATILITY: A COMPARATIVE STUDY BETWEEN IN INDONESIA AND MALAYSIA," *Bulletin of Monetary Economics and Banking*: Vol. 15: No. 4, Article 7.

DOI: <https://doi.org/10.21098/bemp.v15i4.73>

Available at: <https://bulletin.bmeb-bi.org/bmeb/vol15/iss4/7>

This Article is brought to you for free and open access by Bulletin of Monetary Economics and Banking. It has been accepted for inclusion in Bulletin of Monetary Economics and Banking by an authorized editor of Bulletin of Monetary Economics and Banking. For more information, please contact bmebjournal@gmail.com.

THE ISLAMIC CAPITAL MARKET VOLATILITY: A COMPARATIVE STUDY BETWEEN IN INDONESIA AND MALAYSIA

Muhammad Syafii Antonio¹
Hafidhoh
Hilman Fauzi

Abstract

This study attempts to examine the short-term and long-term relationship among selected global and domestic macroeconomic variables from each country (Fed rate, crude oil price, Dow Jones Index, interest rate, exchange rate and inflation) for Indonesia and Malaysia Islamic capital market (Jakarta Islamic Index (JII) and FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index (FHSI)). The methodology used in this study is vector error correction model (VECM) for the monthly data starting from January 2006 to December 2010. The result shows that in the long-term, all selected macroeconomic variables except Dow Jones Index variable have significantly affect in both Islamic stock market FHSI and JII, while in the short-term there is no any selected macroeconomic variables that significantly affect FHSI and only inflation, exchange rate and crude oil price variables seem to significantly affect JII.

Keywords : Islamic Stock Market, Jakarta Islamic Index, FTSE Hijrah Shariah Index, VAR/VECM

JEL Classification: E52, E44

¹ Muhammad Syafii Antonio is Rector of Tazkia University College for Islamic Economics; graduated his PhD from University of Melbourne in Micro Finance and conducted visiting research at Oxford University, now he is also member of Board of Advisor and Board of Shariah at numbers of Islamic financial institution to include Bank Mega Syariah, Bank Syariah Mandiri, Takaful, Bank Ekspor Indonesia, and Permodalan Nasional Madani (antonioislam@yahoo.com); Hafidhoh (hafidhoh@gmail.com) and Hilman Fauzi (hilmanfauzinugraha@gmail.com) are researchers on Department of Islamic Economics TAZKIA University College of Islamic Economics; www.steitazkia.ac.id.

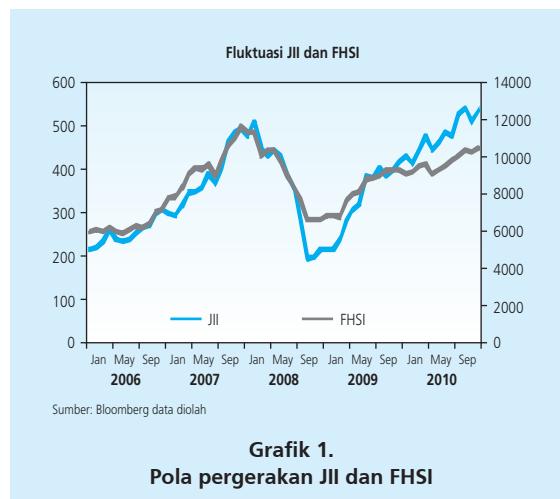
I. PENDAHULUAN

Hadirnya pasar modal syariah telah memainkan peran penting dalam merubah topografi sistem keuangan dunia. Industri keuangan syariah mengalami perkembangan pesat pada beberapa dekade terakhir. Saat ini pasar modal syariah bukan lagi menjadi tren di kalangan negara muslim semata, perkembangan industri keuangan syariah yang mencapai 15 persen per tahun di seluruh dunia menjadikan negara-negara kapitalis dan liberal sekalipun tertarik membuka layanan pasar modal ini.

Dalam konsep pertumbuhan ekonomi, pasar modal merupakan salah satu indikator pertumbuhan ekonomi dan tonggak perekonomian sebuah negara. Pasar modal memiliki peran penting sebagai sarana investasi yang berguna bagi pembangunan. Selain itu dalam berinvestasi di pasar modal, nilai harga saham menjadi pertimbangan yang sangat penting. Namun sejalan dengan globalisasi ekonomi, harga saham tidak lagi hanya dipengaruhi oleh kondisi ekonomi dan fenomena yang terjadi di dalam negeri, melainkan pula gejolak ekonomi dan peristiwa-peristiwa luar biasa yang terjadi di luar negeri.

Oleh sebab itu, upaya penciptaan iklim investasi kondusif oleh pemerintah penting untuk segera terwujud, sebab terkait erat dengan perbaikan kondisi makroekonomi domestik. Semakin stabilnya kondisi makroekonomi, maka investor merasa semakin aman dan nyaman akan dana yang diinvestasikannya. Hal ini tentunya berkaitan dengan pilihan investasi investor ketika dihadapkan pada pilihan *return and risk* yang akan dinikmati atau diderita pada dana yang diinvestasikan.

Sebagai negara mayoritas berpenduduk muslim, tentunya Indonesia dan Malaysia tidak melepaskan kesempatan mendirikan pasar modal berbasis syariah. Malaysia mengawali pendirian indeks syariah sejak tahun 1992, sedangkan Indonesia tertinggal jauh dengan baru mendirikan *Jakarta Islamic Index* (JII) delapan tahun kemudian yakni pada tahun 2000. Namun, jika kita



melihat pola pergerakan *benchmark* pasar modal syariah di Indonesia dan Malaysia yakni *Jakarta Islamic Index* (JII) dan *FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index* (FHSI), ternyata kedua indeks ini memiliki pola pergerakan yang serupa selama periode 2006 hingga 2010 (gambar 1.1). Pola pergerakan yang hampir sama ini dimungkinkan terjadi karena adanya beberapa variabel yang sama persis seperti variabel makroekonomi global dan peristiwa luar biasa di luar negeri yang mampu mempengaruhi secara signifikan pergerakan kedua indeks syariah tersebut.

Penelitian ini dilatarbelakangi oleh hasil penelitian yang berbeda-beda tentang pengaruh variabel makroekonomi terhadap pasar modal, dan keinginan untuk menelusuri kesamaan pergerakan indeks harga saham syariah di Indonesia dan Malaysia. Tujuan dari paper ini adalah mengidentifikasi faktor-faktor domestik dan global yang mempengaruhi pergerakan pasar modal. Paper ini mengangkat studi kasus pasar modal syariah Malaysia dan Indonesia mengingat persamaan sumber daya alam, letak geografis dan penggunaan sistem perbankan ganda dalam mendukung perekonomian kedua negara ini.

Bagian kedua dari paper ini mengulas teori dan studi literature, bagian ketiga membahas data dan metodologi yang digunakan. Hasil dan analisis akan disajikan pada bagian keempat, sementara kesimpulan dan saran disajikan pada bagian kelima dan menjadi bagian penutup.

II. TEORI

Sejauh ini, terdapat beberapa variabel makro yang terbukti berpengaruh terhadap pasar modal, yang pertama adalah harga minyak. Harga minyak dunia merupakan variabel utama yang memiliki potensi besar dalam mempengaruhi hampir semua aspek dalam kegiatan ekonomi. Menurut Surjadi (2006), pengaruh kenaikan harga minyak terhadap perekonomian melalui beberapa saluran. Saluran pertama melalui efek *terms of trade* yakni pengalihan pendapatan dari negara pengimpor minyak ke negara pengekspor minyak melalui pergeseran *term of trade*. Saluran kedua melalui efek inflasi yakni kenaikan harga akibat naiknya biaya input.

Wang *et al* (2010) menyatakan berdasarkan data historis terlihat bahwa fluktuasi yang terjadi pada harga minyak memberikan dampak yang besar bagi perekonomian dan pasar modal. Ketika terjadi kenaikan harga minyak, perekonomian selalu terjadi resesi dan jatuhnya pasar modal. Pendapat ini juga dikuatkan oleh Kendall (1953) yang menganggap kenaikan harga harga minyak merupakan *bad news* bagi pasar sehingga berpengaruh negatif terhadap pergerakan harga saham, dan akhirnya berdampak pada perusahaan yang bergerak dalam sektor tersebut (Samsul, 2006: 269).

Variabel kedua adalah suku bunga kebijakan bank sentral, dan salah satu diantara yang paling berpengaruh di dunia adalah suku bunga *the Fed*. *Fed rate* merupakan suku bunga antar bank di Amerika yang ditetapkan oleh *The Federal Open Market Committee* (FOMC). Penentuan besaran *Fed rate* ditentukan berdasarkan kondisi ekonomi yang terjadi di Amerika. Dalam publikasinya, *Federal Reserve* menyebutkan bahwa kondisi ekonomi Amerika dan ekonomi dunia

terhubung dengan berbagai saluran. Perkembangan ekonomi di Amerika memiliki pengaruh besar pada sektor produksi, tenaga kerja dan harga di dunia internasional. Begitu pula aktivitas yang dilakukan *Federal Reserve* dan ekonomi internasional saling mempengaruhi satu sama lain. Kebijakan *the Fed* mempertimbangkan transaksi internasional Amerika, pergerakan nilai tukar dolar dan perkembangan ekonomi lainnya, namun disisi lain aktivitas *the Fed* juga akan berpengaruh pada ekonomi internasional seperti halnya transaksi valuta asing yang dilakukan *Federal Reserve* akan mempengaruhi nilai tukar dolar yang pada akhirnya mempengaruhi keuangan dunia (*The Federal Reserve Publication*).

Wongswan (2005: 10-11) menyebutkan bahwa kebijakan moneter Amerika (*The Fed Fund Rate*) dapat mempengaruhi harga saham di negara lain melalui beberapa jalur sebagai berikut:

- 1) Naiknya *Fed rate* akan menyebabkan kenaikan *discount rate* yang berpengaruh pada ekspektasi deviden sehingga akan menurunkan tingkat harga saham di US. Karena *Fed rate* mempengaruhi tingkat suku bunga global maka tidak menutup kemungkinan kenaikan *Fed rate* juga akan menyebabkan naiknya tingkat suku bunga domestik yang pada akhirnya akan mengakibatkan turunnya harga saham.
- 2) Perubahan *Fed rate* dapat dijadikan sebagai tolak ukur aktivitas ekonomi yang akan dilakukan oleh Amerika. Di satu sisi naiknya *Fed rate* mengakibatkan lesunya kegiatan perekonomian, namun di sisi lain tingginya *Fed rate* juga merupakan signal menguatnya perekonomian Amerika. Hal ini berpotensi mempengaruhi aktifitas global sehingga memungkinkan untuk mempengaruhi pasar modal.
- 3) Perubahan *Fed rate* akan mempengaruhi kurs mata uang asing, sedangkan kurs mata uang dapat mempengaruhi harga saham melalui komponen *discount rate* atau *expected future cash flow* ataupun melalui keduanya. Besar pengaruh tersebut tergantung pada kemampuan nilai tukar dalam menyesuaikan perubahan suku bunga global.
- 4) Perubahan *Fed Rate* mempengaruhi harga saham global melalui *portofolio adjustment* pada pasar ganda (*multiple market*) yang saling terhubung seperti *global mutual fund*, *hedge fund* dan *brokerage firms*.

Berdasarkan teori *interest rate parity* dan teori *portofolio adjustment* menyebutkan bahwa perubahan tingkat suku bunga luar negeri akan berpengaruh terhadap keputusan investasi investor. Tingginya tingkat suku bunga luar negeri dibanding tingkat suku bunga domestik akan menyebabkan *capital outflow* karena investor menilai lebih menguntungkan berinvestasi di luar negeri dibandingkan berinvestasi dalam negeri. Oleh sebab itu, kenaikan tingkat suku bunga luar negeri yang dibarengi dengan penurunan tingkat suku bunga domestik akan berdampak negatif bagi kondisi pasar modal domestik.

Variabel makro ketiga yang diobservasi dalam paper ini adalah *Dow Jones Industrial Average Index* (DJI). Indeks *Dow Jones* merupakan salah satu indeks utama di Amerika Serikat

yang mencakup 30 perusahaan multinasional terbesar di Amerika, oleh sebab itulah indeks ini mampu menggambarkan performa perekonomian Amerika. Dengan demikian, menguatnya indeks Dow Jones dapat berarti sebagai cerminan membaiknya kinerja perekonomian Amerika Serikat. Sebagai salah satu tujuan utama ekspor Indonesia, kondisi perekonomian Amerika begitu penting untuk di perhatikan. Pertumbuhan ekonomi di Amerika Serikat dapat mendorong pertumbuhan ekonomi Indonesia melalui kegiatan ekspor maupun berupa aliran modal masuk (*capital inflow*) baik dari investasi langsung (*foreign direct investment*) maupun melalui pasar modal.

Proses globalisasi telah meningkatkan kadar hubungan saling ketergantungan antarnegara, bahkan menimbulkan proses penyatuan ekonomi dunia, sehingga batas-batas antarnegara dalam berbagai praktik dunia usaha atau bisnis seakan-akan dianggap tidak berlaku lagi. Gejala globalisasi ekonomi terjadi dalam kegiatan finansial, produksi, investasi dan perdagangan yang kemudian mempengaruhi tata hubungan ekonomi antarbangsa. Globalisasi ini ditandai dengan menipisnya batas-batas investasi atau pasar secara nasional, regional maupun internasional (Halwani, 2005: 193-194).

Dua kata kunci dalam globalisasi adalah interaksi dan integrasi, yakni interaksi ekonomi antarnegara dan tingkat integrasinya. Interaksi ekonomi antarnegara mencakup arus perdagangan, produksi dan keuangan, sedangkan integrasi berarti bahwa perekonomian lokal atau nasional setiap negara secara efektif merupakan bagian yang tidak terpisah dari satu perekonomian tunggal dunia (Thoha dalam Mustikaati, 2007). Dalam hubungannya dengan pasar saham, integrasi ekonomi merupakan penyatuan bursa-bursa saham di dunia. Sebagai indeks yang memiliki kapitalisasi pasar terbesar di Amerika, fluktuasi *Dow Jones Industrial Average Index* (DJAI) melalui integrasi ekonomi dapat mempengaruhi pergerakan harga saham di bursa-bursa seluruh dunia. Seperti ketika melemahnya saham di bursa-bursa Asia akibat anjloknya saham *Wall Street* dan juga anjloknya saham-saham di dunia akibat adanya krisis finansial global di Amerika (Hariyanto dalam Mustikaati, 2007).

Inflasi juga merupakan salah satu variabel makro yang memiliki dampak besar terhadap kegiatan perekonomian, baik terhadap sektor riil terlebih terhadap sektor keuangan. Inflasi merupakan kenaikan harga secara umum dari barang atau jasa selama suatu periode tertentu. Tingkat inflasi diukur dengan menggunakan perubahan tingkatan harga secara umum, biasanya tingkatan harga yang digunakan adalah indeks harga konsumen (*consumer price index*), indeks harga produsen (*producer price index*) atau *implicit gross domestic product deflator* (GDP deflator) yang mengukur rata-rata harga seluruh barang tertimbang dengan kuantitas barang-barang yang betul-betul dibeli (Karim. 2008: 135-136).

Rafiq al-Masri dalam Karim (2008: 139) menyatakan bahwa menurut para ekonom Islam, inflasi berakibat sangat buruk bagi perekonomian karena mengakibatkan gangguan pada fungsi uang sebagai penyimpan nilai, menimbulkan sifat konsumtif dan mengarahkan investasi pada hal-hal yang non-produktif seperti tanah, bangunan, logam mulia dan lainnya.

Sedangkan menurut Slifer dan Carnes dalam Sriwardani (2009) secara teoritis terdapat hubungan negatif antara inflasi dan kinerja harga saham. Inflasi dinilai akan menurunkan nilai riil dari perusahaan termasuk juga deviden, sehingga ketika terjadi kenaikan tingkat inflasi maka akan mengakibatkan melemahnya harga saham, sebaliknya jika tingkat inflasi menurun maka harga saham akan mengalami penguatan.

Variabel makro berikutnya adalah nilai tukar atau kurs yang merupakan perbandingan nilai tukar dua mata uang yang berbeda. Dalam perkembangannya sistem nilai tukar memiliki berbagai macam bentuk namun sistem nilai tukar mengambang (*floating exchange rate system*) merupakan sistem nilai tukar yang paling banyak digunakan di berbagai Negara. Dalam sistem ini, nilai tukar ditetapkan berdasarkan pada permintaan dan penawaran valuta asing (Halwani. 2005: 157-161). Kestabilan kurs akan diperoleh jika tidak terjadi *destabilizingspeculation* atau spekulasi yang melabihkan. Kondisi ini cenderung akan menyebabkan penurunan ekspor dan berakibat buruk pada neraca pembayaran. Memburuknya neraca pembayaran tentunya akan berpengaruh pada cadangan devisa. Berkurangnya cadangan devisa ini pada gilirannya akan mengurangi kepercayaan investor terhadap perekonomian domestik dan pada akhirnya menimbulkan dampak negatif terhadap kinerja saham di pasar modal (Octavia, 2007).

Berdasarkan teori *interest rate parity* dan *teori portofolio adjustmen* menyatakan bahwa perubahan kurs akan mempengaruhi keputusan investor dalam berinvestasi. Ekspektasi meningkatnya nilai tukar mata uang domestik terhadap mata uang asing akan mendorong peningkatan harga saham, ini terjadi karena investor merasa lebih menguntungkan berinvestasi di dalam negeri dibandingkan dengan berinvestasi di luar negeri.

Terkait dengan nilai tukar dan inflasi, variabel suku bunga merupakan variabel makro yang berpengaruh langsung terhadap perekonomian, terutama pada investasi. Dalam teorinya Keynes menyatakan bahwa fungsi investasi memiliki *slope* negatif artinya semakin rendah tingkat suku bunga maka akan semakin besar investasinya, tetapi sekecil apapun tingkat suku bunga bila investasi yang dilakukan akan mendatangkan keuntungan yang lebih kecil dari suku bunga tersebut, maka tingkat investasi akan tetap saja rendah atau terbatas. Oleh sebab itu Keynes menggambarkan hubungan suku bunga dengan investasi sebagai berikut (Putong, 2009 : 277):

Walaupun secara normatif, *interest rate* bukanlah instrumen yang digunakan dalam transaksi ekonomi syariah namun dalam aplikasinya pengaruh *interest rate* dirasa masih cukup besar. Beberapa penelitian telah dilakukan oleh Nazwar (2008) dan al-Faizin (2010) dari penelitian tersebut didapatkan hasil bahwa *interest rate* signifikan berpengaruh negatif terhadap kinerja saham syariah.

2.1. Penelitian Terdahulu

Sriwardani (2009) meneliti tentang perbandingan indikator makroekonomi global dan Indonesia terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan *Jakarta Islamic Index* (JII). Adapun indikator ekonomi makro yang digunakan adalah harga minyak dunia, *Fed rate* dan *Dow Jones Industrial Average Index* untuk makroekonomi global, serta *exchange rate* dan inflasi sebagai indikator makroekonomi Indonesia. Dengan data *time series* mingguan dari Juli 2000 hingga September 2008 dan metode *vector autoregression* (VAR) dihasilkan kesimpulan bahwa diantara kelima indikator yang diteliti mempengaruhi JII dan IHSG, ternyata hanya satu indikator yang signifikan mempengaruhi JII dan IHSG yakni *Dow Jones Industrial Average Index*.

Penelitian kedua oleh Fahrudin (2006) yang juga melakukan penelitian serupa yaitu pengaruh inflasi, jumlah uang beredar, *exchange rate* dan *interest rate* terhadap JII. Dari penelitian yang dilakukan diperoleh hasil bahwa inflasi memiliki pengaruh negatif pada JII walaupun tidak signifikan, jumlah uang beredar berpengaruh positif terhadap JII dan *interest rate* memberikan pengaruh negatif pada JII.

Bun Lenny dan Sarwo Edy Handoyo (2008) melakukan penelitian mengenai pengaruh variabel tingkat suku bunga SBI, kurs Rp/USD dan harga minyak dunia terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Dari penelitian tersebut diperoleh hasil bahwa selama periode 01 Januari 2006 hingga 30 Juni 2008, IHSG dipengaruhi secara signifikan oleh harga minyak dunia dan tingkat suku bunga SBI, sedangkan kurs Rp/USD tidak berpengaruh signifikan terhadap IHSG pada taraf kepercayaan 95 persen.

Tabel 2.1 Hasil Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Objek	Metode	Makroekonomi Domestik			Makroekonomi Global		
1	Fautia Sriwardani	JII	VAR	-	TS	TS	TS	TS	S
2	Muh Fahrudin Z	JII	ARDL	S (-)	TS (-)	S (-)	-	-	-
3	Bun Lenny dan Sarwo Edy Handoyo	IHSG	Multiple Regression	S	-	TS	S	-	-
4	Mu-Lan Wang, Ching-Ping Wang dan Tzu-Ying Huang	Indeks di USA, Cina, Jepang, Jerman dan Taiwan	ECM	-	-	S(Cina, Jepang, Jerman dan Taiwan) TS di USA	S (Cina, Jepang, Jerman dan Taiwan) TS di USA	-	-

Keterangan: r (interest rate), Inf (inflasi), Er (exchange rate), Oil (harga minyak dunia), Fed (tingkat suku bunga Fed) dan Dow (indeks Dow Jones), TS (Tidak Signifikan berpengaruh), S (Signifikan berpengaruh)

Penelitian serupa juga dilakukan oleh Mu-Lan Wang, Ching-Ping Wang dan Tzu-Ying Huang (2010), mereka meneliti indeks saham di Amerika, Jepang, Jerman, Cina dan Taiwan mengenai dampak yang terjadi akibat fluktuasi harga minyak dunia, harga emas dan nilai tukar dolar terhadap masing-masing negara. Dari penelitian tersebut diperoleh hasil, ketiga variabel makroekonomi tersebut berpengaruh pada indeks saham di Jepang, Jerman, Cina dan Taiwan namun tidak berpengaruh pada indeks saham di Amerika.

III. METODOLOGI

Dalam penelitian ini terdapat dua model persamaan yaitu model pasar modal syariah Indonesia yang representasikan dengan *Jakarta Islamic Index* (JII) dan model pasar modal syariah Malaysia yang direpresentasikan oleh *FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index* (FHSI). Penelitian untuk pasar modal syariah Indonesia menggunakan tujuh variabel, sehingga dalam model VAR/VECM terdapat tujuh model persamaan yang bisa diolah yakni satu model untuk masing-masing variabel yang diteliti. Berikut persamaan yang diperoleh dalam penelitian pergerakan indeks syariah di Indonesia.

$$\text{JII}_t = A_0 + A_1 \text{JII}_{t-1} + A_2 \text{OIL}_{t-j} + A_3 \text{FED}_{t-k} + A_4 \text{DOW}_{t-l} + A_5 \text{CPII}_{t-m} + A_6 \text{BIR}_{t-n} + A_7 \text{ERI}_{t-o} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$\text{OIL}_t = A_0 + A_1 \text{JII}_{t-1} + A_2 \text{OIL}_{t-j} + A_3 \text{FED}_{t-k} + A_4 \text{DOW}_{t-l} + A_5 \text{CPII}_{t-m} + A_6 \text{BIR}_{t-n} + A_7 \text{ERI}_{t-o} + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$\text{FED}_t = A_0 + A_1 \text{JII}_{t-1} + A_2 \text{OIL}_{t-j} + A_3 \text{FED}_{t-k} + A_4 \text{DOW}_{t-l} + A_5 \text{CPII}_{t-m} + A_6 \text{BIR}_{t-n} + A_7 \text{ERI}_{t-o} + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$\text{DOW}_t = A_0 + A_1 \text{JII}_{t-1} + A_2 \text{OIL}_{t-j} + A_3 \text{FED}_{t-k} + A_4 \text{DOW}_{t-l} + A_5 \text{CPII}_{t-m} + A_6 \text{BIR}_{t-n} + A_7 \text{ERI}_{t-o} + \varepsilon_t \quad (4)$$

$$\text{CPII}_t = A_0 + A_1 \text{JII}_{t-1} + A_2 \text{OIL}_{t-j} + A_3 \text{FED}_{t-k} + A_4 \text{DOW}_{t-l} + A_5 \text{CPII}_{t-m} + A_6 \text{BIR}_{t-n} + A_7 \text{ERI}_{t-o} + \varepsilon_t \quad (5)$$

$$\text{BIR}_t = A_0 + A_1 \text{JII}_{t-1} + A_2 \text{OIL}_{t-j} + A_3 \text{FED}_{t-k} + A_4 \text{DOW}_{t-l} + A_5 \text{CPII}_{t-m} + A_6 \text{BIR}_{t-n} + A_7 \text{ERI}_{t-o} + \varepsilon_t \quad (6)$$

$$\text{ERI}_t = A_0 + A_1 \text{JII}_{t-1} + A_2 \text{OIL}_{t-j} + A_3 \text{Gold}_{t-k} + A_4 \text{DOW}_{t-l} + A_5 \text{CPII}_{t-m} + A_6 \text{BIR}_{t-n} + A_7 \text{ERI}_{t-o} + \varepsilon_t \quad (7)$$

Dan untuk model pasar modal syariah Malaysia juga terdapat tujuh model persamaan yang mampu mendefinisikan tujuh variabel yang digunakan. Variabel yang digunakan dalam model pasar modal syariah Malaysia berupa variabel makroekonomi domestik Malaysia berupa *Malaysia rate*, *exchange rate* ringgit per dolar AS dan inflasi malaysia, serta variabel makroekonomi global

berupa Indeks Dow Jones, harga minyak dunia dan Fed rate. Untuk itu maka persamaan yang diperoleh adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \mathbf{FHSI}_t = & A_0 + A_1 \mathbf{FHSI}_{t-1} + A_2 \mathbf{OIL}_{t-j} + A_3 \mathbf{FED}_{t-k} + A_4 \mathbf{DOW}_{t-l} + \\ & A_5 \mathbf{CPIM}_{t-m} + A_6 \mathbf{MYR}_{t-n} + A_7 \mathbf{ERM}_{t-o} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (8)$$

$$\begin{aligned} \mathbf{OIL}_t = & A_0 + A_1 \mathbf{FHSI}_{t-1} + A_2 \mathbf{OIL}_{t-j} + A_3 \mathbf{FED}_{t-k} + A_4 \mathbf{DOW}_{t-l} + \\ & A_5 \mathbf{CPIM}_{t-m} + A_6 \mathbf{Bnmr}_{t-n} + A_7 \mathbf{ERM}_{t-o} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (9)$$

$$\begin{aligned} \mathbf{FED}_t = & A_0 + A_1 \mathbf{FHSI}_{t-1} + A_2 \mathbf{OIL}_{t-j} + A_3 \mathbf{FED}_{t-k} + A_4 \mathbf{DOW}_{t-l} + \\ & A_5 \mathbf{CPIM}_{t-m} + A_6 \mathbf{MYR}_{t-n} + A_7 \mathbf{ERM}_{t-o} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (10)$$

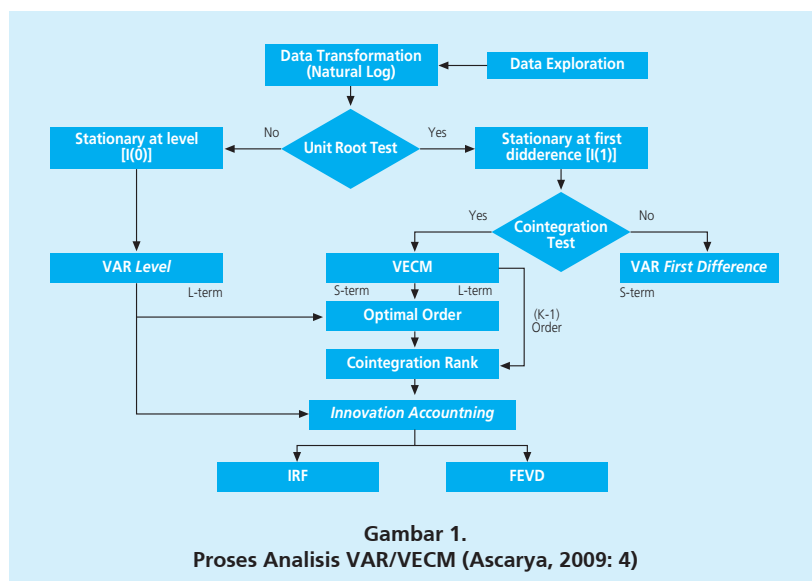
$$\begin{aligned} \mathbf{DOW}_t = & A_0 + A_1 \mathbf{FHSI}_{t-1} + A_2 \mathbf{OIL}_{t-j} + A_3 \mathbf{FED}_{t-k} + A_4 \mathbf{DOW}_{t-l} + \\ & A_5 \mathbf{CPIM}_{t-m} + A_6 \mathbf{MYR}_{t-n} + A_7 \mathbf{ERM}_{t-o} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (11)$$

$$\begin{aligned} \mathbf{CPIM}_t = & A_0 + A_1 \mathbf{FHSI}_{t-1} + A_2 \mathbf{OIL}_{t-j} + A_3 \mathbf{FED}_{t-k} + A_4 \mathbf{DOW}_{t-l} + \\ & A_5 \mathbf{CPIM}_{t-m} + A_6 \mathbf{MYR}_{t-n} + A_7 \mathbf{ERM}_{t-o} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (12)$$

$$\begin{aligned} \mathbf{MYR}_t = & A_0 + A_1 \mathbf{FHSI}_{t-1} + A_2 \mathbf{OIL}_{t-j} + A_3 \mathbf{FED}_{t-k} + A_4 \mathbf{DOW}_{t-l} + \\ & A_5 \mathbf{CPIM}_{t-m} + A_6 \mathbf{MYR}_{t-n} + A_7 \mathbf{ERM}_{t-o} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (13)$$

$$\begin{aligned} \mathbf{ERM}_t = & A_0 + A_1 \mathbf{FHSI}_{t-1} + A_2 \mathbf{OIL}_{t-j} + A_3 \mathbf{Gold}_{t-k} + A_4 \mathbf{DOW}_{t-l} + \\ & A_5 \mathbf{CPIM}_{t-m} + A_6 \mathbf{MYR}_{t-n} + A_7 \mathbf{ERM}_{t-o} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (14)$$

Untuk menguji model di atas digunakan metode analisa VAR/VECM, berikut di bawah ini ialah tahapan pengujian model VAR/VECM:



IV. HASIL DAN ANALISIS

4.1. *Impulse Responses Function (IRF) Pasar Modal Syariah di Indonesia*

Impulse Response Function pada pasar modal syariah Indonesia menunjukkan respon JII terhadap guncangan yang terjadi atas indikator makroekonomi Indonesia dan global selama 150 periode pengamatan. Melalui analisis ini dapat dilihat seberapa lama periode yang dibutuhkan JII untuk kembali ke titik keseimbangan jangka panjang apabila terjadi *shock* (guncangan) pada indikator makroekonomi tersebut.

Respon Pergerakan Saham Syariah (JII) Terhadap Shock Harga Minyak (OIL)

Respon JII terhadap *shock* yang terjadi pada harga minyak dunia (OIL) terlihat bahwa pada periode pertama, JII merespon positif terhadap guncangan yang terjadi pada harga minyak dunia, artinya ketika terjadi kenaikan harga minyak maka dalam jangka pendek JII juga mengalami kenaikan. Kondisi ini terjadi karena dalam jangka pendek, kenaikan harga minyak dunia memicu sentimen positif investor saham pertambangan yang memberi dampak cukup signifikan terhadap pergerakan JII. Walaupun tidak sesuai dengan teori *random walk* untuk saham secara umum yang menyatakan bahwa informasi kenaikan harga minyak mendorong sentimen negati investor di pasar modal (Samsul, 2006),

Namun fenomena respon positif investor ini dapat terjadi pada pasar modal Indonesia, dimana sektor pertambangan mendominasi transaksi perdagangan di pasar saham Indonesia sebesar 39,7 persen yakni jauh lebih besar dari sektor-sektor lainnya. Sependapat dengan analisis ini, Lenny dan Handoyo (2008) mengungkapkan bahwa investor di pasar modal Indonesia di dominasi oleh investor asing dan sebagian besar investor tersebut menanamkan modalnya di sektor pertambangan, sehingga apabila terjadi kenaikan harga minyak maka harga saham di sektor pertambangan akan meningkat dan akan mengakibatkan kenaikan pada indeks harga saham di Indonesia.

Respon Pergerakan Harga Saham Syariah (JII) Terhadap Shock Fed Rate (FED)

Respon JII atas guncangan FED terlihat berbeda dalam jangka pendek dan jangka panjangnya (lihat gambar 4.4). Dalam jangka pendek, JII merespon negatif terhadap guncangan FED, respon negatif JII ini dikhawatirkan terjadi karena tindakan spekulasi di pasar modal yang berusaha mengeruk keuntungan melalui *capital gain*. Kegiatan spekulasi ini cukup responsif terhadap perbedaan tingkat suku bunga dalam dan luar negeri. Tingkat suku bunga FED yang terus menurun dari kisaran 5 persen hingga menjadi 0,2 persen mendorong spekulasi mencari keuntungan di negara yang memiliki tingkat suku bunga yang relatif lebih tinggi seperti Indonesia.

Responsifnya investor terhadap tingkat suku bunga luar negeri juga dilatar belakangi karena tingginya persentase investor asing di pasar modal Indonesia yang mencapai 60 persen dari total investor di pasar modal. Respon negatif JII dalam jangka pendek terhadap guncangan FED sesuai dengan teori *portfolio adjustment* dan *interest rate parity* yang menyatakan bahwa jika tingkat suku bunga di Indonesia lebih tinggi dari tingkat suku bunga luar negeri maka akan mendorong terjadinya *capital inflow* ke Indonesia (Halwani, 2005).

Respon Pergerakan Harga Saham Syariah (JII) Terhadap Shock Dow Jones Index (DOW)

Hasilnya terlihat bahwa *shock* yang terjadi pada indeks Dow Jones (DOW) direspon positif oleh JII walaupun tidak terlalu tajam dengan standar deviasi 0.000386 dan stabil pada periode 113 (lihat lampiran 7). Hal ini berarti bahwa ketika terjadi peningkatan pada DOW, maka akan direspon dengan kenaikan pada JII. Respon positif JII ini sejalan dengan teori integrasi ekonomi di *financial market* yang menyatakan bahwa adanya korelasi positif dan penyatuan bursa-bursa saham di dunia, sehingga jika terjadi *crash* pada bursa saham di luar negeri maka akan memicu *crash* pada bursa saham dalam negeri.

Integrasi indeks Dow Jones (DOW) dan *Jakarta Islamic Index* (JII) dapat terlihat dari fluktuasi kedua indeks tersebut, dimana DOW mengalami penurunan ketika terjadi krisis finansial global di Amerika yang kemudian diikuti dengan melemahnya JII dan kemudian setelah itu, JII menguat kembali seiring dengan membaiknya perekonomian Amerika dan menguatnya indeks Dow Jones pasca krisis finansial global pada tahun 2008. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sriwardani (2009) yang menyatakan bahwa respon positif JII terhadap guncangan DOW terjadi karena adanya korelasi antara kedua indeks tersebut.

Respon Pergerakan Harga Saham Syariah (JII) Terhadap Shock BI Rate (BIR)

Hasilnya memperlihatkan bahwa respon JII terhadap *shock* yang terjadi pada BI rate (BIR). JII terlihat merespon negatif atas guncangan yang terjadi pada BIR dengan standar deviasi -0.069935 dan stabil pada periode 100 (lihat lampiran 7). Hasil ini menunjukkan bahwa kenaikan yang terjadi pada BIR ternyata justru akan mendorong melemahnya nilai JII. Respon JII tersebut tidak akan kembali pada garis keseimbangan jangka panjang secara alami, kecuali ada perubahan yang terjadi pada BIR itu sendiri.

Respon JII terhadap *shock* BIR terjadi karena perubahan pada tingkat suku bunga merupakan informasi yang penting bagi investor terutama dalam kaitannya dengan *return* investasi. Dalam teori *random walk*, respon negatif JII terjadi karena kenaikan BIR dipandang sebagai *bad news* bagi investor di pasar modal Indonesia (Samsul, 2006). Sentimen negatif investor ini wajar terjadi karena investor berpendapat bahwa kenaikan BIR akan memicu kenaikan tingkat suku bunga deposito perbankan, sehingga investasi dalam bentuk deposito di

perbankan yang minim resiko dinilai lebih menguntungkan dibanding investasi di pasar modal yang tinggi resiko. Analisis ini sejalan dengan teori *capital asset pricing model* (CAPM) yang menjelaskan bahwa kenaikan tingkat suku bunga yang bebas resiko (suku bunga deposito) akan mengurangi tingkat keuntungan yang diharapkan untuk saham.

Respon Pergerakan Harga Saham Syariah (JII) Terhadap Shock Nilai Tukar Rupiah (ERI)

Pada awal periode, JII merespon positif atas guncangan yang terjadi pada ERI, respon positif JII ini disebabkan karena dalam jangka pendek depresiasi rupiah memicu sentimen positif investor di pasar modal. Sesuai dengan teori *random walk*, depresiasi rupiah dinilai sebagai *good news* karena depresiasi rupiah mampu meningkatkan daya saing harga produk hasil produksi Indonesia dalam perdagangan internasional. Dengan turunnya nilai tukar rupiah dibanding nilai tukar mata uang internasional (dolar Amerika) mengakibatkan harga produk Indonesia dinilai lebih murah sehingga dapat meningkatkan permintaan ekspor produk dalam negeri. Selanjutnya, peningkatan nilai ekspor perusahaan tentunya akan meningkatkan *corporate income* dan pada akhirnya akan meningkatkan juga bagian deviden investor (Samsul, 2006).

Respon Pergerakan Harga Saham Syariah (JII) Terhadap Shock Inflasi Indonesia (CPII)

Hasilnya terlihat bahwa JII merespon positif atas guncangan yang terjadi pada CPII dengan besar standar deviasi 0.022151 dan mencapai titik kestabilan jangka panjang pada periode 104 (lihat lampiran 7). Respon positif JII atas guncangan yang terjadi pada CPII menunjukkan arti bahwa ketika CPII mengalami peningkatan maka akan mengakibatkan peningkatan juga pada JII. Respon positif JII terhadap guncangan CPII terjadi karena tingkat inflasi Indonesia yang cukup terkendali sehingga tidak menimbulkan kekhawatiran investor dalam maupun luar negeri. Stabilitasnya tingkat inflasi oleh investor juga disinyalir sebagai peningkatan pertumbuhan ekonomi Indonesia. Sejalan dengan analisis ini, Maysami *et al* (2004) mengungkapkan bahwa respon positif indeks saham terhadap inflasi dapat terjadi karena pemerintah aktif berperan dalam mencegah eskalasi (peningkatan) harga akibat kondisi perekonomian yang terus membaik pasca krisis. Selain itu, Marshal (1992) juga menyatakan bahwa jika inflasi disebabkan oleh guncangan jumlah uang yang beredar, maka otoritas moneter akan menghalaunya dengan menurunkan tingkat suku bunga, penurunan suku bunga ini akan mendorong investor mengalihkan kepemilikan aset mereka dalam bentuk saham atau obligasi, dan peningkatan permintaan investasi saham ini pada gilirannya akan menaikkan harga saham.

Untuk lebih jelas bagaimana respon setiap variabel domestik dan global terhadap pergerakan harga pasar modal syariah di Indonesia dapat dilihat pada gambar di bawah ini (dapat dilihat pada Lampiran 1.1)

4.2. Impulse Responses Function (IRF) Pasar Modal Syariah Malaysia

Respon Pergerakan Harga Saham Syariah (FHSI) Terhadap Shock Harga Minyak Dunia (OLI)

Hasilnya menunjukkan respon negatif FHSI terhadap *shock* yang terjadi pada harga minyak dunia (OIL). Dari gambar tersebut terlihat JII merespon negatif terhadap guncangan yang terjadi pada OIL dengan standar deviasi sebesar -0.025049 dan mulai mencapai titik kestabilan pada periode 40 (lihat lampiran 7). Respon negatif FHSI atas guncangan yang terjadi pada OIL berarti bahwa ketika terjadi guncangan pada harga minyak dunia, maka FHSI akan memberikan respon dengan melemahnya indeks.

Respon negatif FHSI terhadap guncangan harga minyak dunia sama dengan respon JII atas guncangan variabel serupa. Persamaan hasil ini mengindikasikan bahwa perilaku investor FHSI dan JII relatif sama yakni investor tersebut menilai kenaikan harga minyak sebagai *bad news* bagi pasar modal sehingga investor merespon negatif terhadap perubahannya. Walaupun demikian, respon FHSI terhadap *shock* OIL relatif lebih cepat menuju kestabilan jangka panjang jika dibandingkan dengan respon JII, dimana FHSI mampu mencapai titik kestabilan jangka panjang pada periode 40 dengan nilai standar deviasi sebesar -0.025049, sedangkan respon JII baru mencapai titik kestabilan pada periode 98 dengan nilai standar deviasi yang lebih besar yaitu -0.075996.

Hasil ini mencerminkan bahwa dalam jangka panjang dampak OIL terhadap JII lebih besar dibandingkan dengan dampak OIL terhadap FHSI. Perbedaan besaran dampak OIL terhadap kedua negara ini dapat terjadi karena Indonesia masih menerapkan subsidi bahan bakar minyak (BBM) jenis solar dan premium dan subsidi ini ternyata tidak hanya dinikmati perusahaan, transportasi umum atau masyarakat yang kurang mampu, tetapi subsidi ini juga masih dinikmati oleh masyarakat yang relatif mampu sehingga beban anggaran pemerintah Indonesia semakin besar. Besarnya beban anggaran ini menimbulkan devisa anggaran pemerintah sehingga berdampak pada memburuknya perekonomian nasional. Respon negatif indeks harga saham atas guncangan harga minyak dunia juga diperoleh dari hasil penelitian Sriwardani (2009), Wang *et al* (2010) dan IAE (2004).

Respon Pergerakan Harga Saham Syariah (FHSI) Terhadap Shock Fed Rate (FED)

Dari gambar 4.10 terlihat *shock* yang terjadi pada tingkat suku bunga Fed rate (FED) direspon positif oleh FHSI dengan standar deviasi 0.059348 dan respon tersebut mulai mencapai kestabilan jangka panjang pada periode 53 (lihat lampiran 7). Respon positif FHSI terhadap guncangan FED berarti bahwa ketika terjadi kenaikan FED maka akan memicu menguatnya FHSI. Jika melihat hasil IRF pasar modal syariah Indonesia, maka akan ditemukan hasil IRF yang sama antara pasar modal syariah Indonesia dan Malaysia terhadap guncangan FED. Persamaan respon kedua indeks

syariah ini mengindikasikan perilaku investor pasar saham syariah di Indonesia dan Malaysia terhadap guncangan FED relatif sama, yakni dimungkinkan masih adanya praktik spekulasi di kedua pasar modal syariah ini, sehingga perilaku investor relatif cukup reaktif terhadap perubahan dan perbedaan tingkat suku bunga dalam dan luar negeri.

Walaupun demikian, FHSI merespon guncangan FED dengan standar deviasi yang lebih tinggi mencapai 0.059348 sedangkan JII hanya merespon sebesar 0.001829, artinya pergerakan FHSI dalam jangka panjang lebih reaktif terhadap perubahan FED dibandingkan dengan JII. Lebih besarnya respon FHSI dibanding JII terjadi karena Malaysia memiliki tingkat integrasi ekonomi yang lebih tinggi dengan Amerika dibandingkan Indonesia. Malaysia merupakan mitra dagang penting bagi Amerika Serikat, selain itu nilai kumulatif investasi swasta Amerika di Malaysia melebihi 10 Miliar dolar Amerika yakni berupa 60 persen investasi pada sektor minyak, gas dan petrokimia, sedangkan sisanya pada sektor manufaktur. Sejalan dengan analisis ini, Wongswan (2005) menyatakan bahwa perubahan tingkat suku bunga Fed merupakan representasi dari kondisi perekonomian Amerika dan akan mempengaruhi perekonomian dunia. Namun berbeda dengan hasil penelitian ini, Yusof dan Majid (2007) menyatakan bahwa FED merupakan variabel yang tidak berpengaruh signifikan terhadap indeks harga saham di Malaysia.

Respon Pergerakan Harga Saham Syariah (FHSI) Terhadap Shock Dow Jones Index (DOW)

Hasilya terlihat bahwa guncangan (*shock*) yang terjadi pada indeks Dow Jones (DOW) direspon positif oleh FHSI dengan standar deviasi 0.016231 dan stabil pada periode 54 (lihat lampiran 7). Respon positif FHSI terhadap guncangan yang terjadi pada DOW berarti bahwa ketika terjadi peningkatan pada DOW, maka akan direspon dengan kenaikan pada FHSI dan sebaliknya penurunan DOW akan mengakibatkan melemahnya FHSI.

Walaupun respon JII dan FHSI terhadap *shock* DOW relatif sama, namun respon FHSI lebih besar dibanding respon JII. Situasi ini dimungkinkan terjadi karena FHSI dan DOW memiliki tingkat integrasi di sektor finansial yang lebih kuat dibandingkan dengan JII dan DOW. Tingginya integrasi FHSI dan DOW dapat terjadi karena tingkat investasi investor asing di pasar modal syariah Malaysia, terlebih pasar modal syariah Malaysia merupakan salah satu tujuan utama pasar modal syariah dunia dan pasar modal syariah ini memiliki kapitalisasi pasar yang besar, sehingga investor asing semakin tertarik untuk berinvestasi. Perubahan indeks Dow Jones yang merupakan representasi dari kondisi ekonomi dan bursa saham dunia tentunya akan lebih berdampak pada pasar modal syariah Malaysia (FHSI) dibandingkan dengan pasar modal syariah Indonesia (JII). Analisis ini berbeda dengan hasil penelitian Achsani (2000) yang meneliti tentang respon bursa terhadap guncangan dari bursa lain, hasilnya penelitian tersebut menyatakan bahwa apabila terjadi guncangan di bursa saham Amerika, maka bursa-bursa regional tidak terlalu meresponnya, hanya di Singapura, Hongkong, Jepang, Taiwan dan New Zealand yang akan meresponnya dan respon tersebut tidak cukup besar. Sebaliknya, jika guncangan terjadi

di Singapura, Australia ataupun Hongkong maka secara cepat guncangan tersebut akan ditransmisikan ke hampir semua bursa saham di Asia Pasifik termasuk Malaysia.

Respon Pergerakan Harga Saham Syariah (FHSI) Terhadap Shock Interest Rate (MYR)

Hasilnya terlihat bahwa guncangan (*shock*) yang terjadi pada tingkat suku bunga Malaysia atau *Malaysian rate* (MYR) direspon negatif oleh FHSI dengan standar deviasi -0.026704 dan cenderung stabil pada periode 41 (lihat lampiran 7). Hasil ini berarti bahwa penurunan yang terjadi pada MYR justru akan mendorong penguatan nilai FHSI. Hasil IRF FHSI terhadap guncangan *domestic interest rate* ini sama dengan hasil IRF JII, persamaan hasil ini menunjukkan bahwa masih besarnya pengaruh tingkat suku bunga baik terhadap pasar modal syariah di Indonesia maupun di Malaysia. Sesuai dengan hasil penelitian ini, teori Keynes menyatakan bahwa investasi berhubungan negatif dengan tingkat suku bunga. Selanjutnya teori *capital asset pricing model* (CAPM) juga menjelaskan bahwa kenaikan tingkat suku bunga yang bebas resiko akan mengurangi tingkat keuntungan yang diharapkan pada investasi saham, sehingga kenaikan tingkat suku bunga akan menyebabkan menurunnya minat investasi di pasar modal.

Secara normatif, variabel tingkat suku bunga seharusnya tidak berpengaruh signifikan terhadap pergerakan pasar modal syariah seperti halnya hasil penelitian Yusof dan Majid (2007) yang menyatakan bahwa tingkat suku bunga tidak berpengaruh signifikan terhadap pasar modal syariah Malaysia (RHBI). Namun bertolak belakang dengan kondisi ideal ini, beberapa peneliti masih memperoleh hasil penelitian yang menunjukkan masih kuatnya pengaruh tingkat suku bunga terhadap pergerakan pasar modal syariah, beberapa peneliti tersebut seperti halnya al-Faizin (2010), Sriwardani (2009) yang meneliti pengaruh tingkat suku bunga terhadap pasar modal syariah di Indonesia

Respon Pergerakan Harga Saham Syariah (FHSI) Terhadap Shock Nilai Tukar Ringgit (ERM)

Hasilnya terlihat bahwa guncangan (*shock*) yang terjadi pada nilai tukar ringgit (ERM) direspon positif oleh FHSI dengan standar deviasi 0.006248 dan cenderung stabil pada periode 43 (lihat lampiran 7). Hasil ini menunjukkan bahwa ketika terjadi depresiasi ringgit, maka akan direspon dengan menguatnya indeks harga saham FHSI. Respon positif FHSI terhadap guncangan ERM ini terjadi karena perubahan nilai tukar erat kaitannya dengan kegiatan ekspor impor perusahaan. Turunnya nilai tukar ringgit dibanding mata uang asing mengakibatkan turunnya harga komoditas ekspor dalam mata uang asing, sehingga kondisi ini mampu meningkatkan permintaan ekspor produk Malaysia. Peningkatan nilai ekspor ini nantinya akan berdampak pada peningkatan *corporate income*, sehingga meningkatkan bagian deviden investor dan pada akhirnya berdampak pada kenaikan harga saham. Respon positif indeks harga saham

terhadap guncangan nilai tukar juga diperoleh dari hasil penelitian Dimitrova (2005) di USA dan UK, Yusof dan Majid (2007) terhadap KLCI dan RHBII di Malaysia dan Aydemir dan Demirhan (2009) di Turki. Namun, hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Ibrahim dan Yusoff (2001) yang menyatakan *exchange rate* berpengaruh negatif signifikan terhadap KLCI di Malaysia.

Respon Pergerakan Harga Saham Syariah (FHSI) Terhadap Shock Inflasi Malaysia (CPIM)

Hasilnya terlihat bahwa bahwa guncangan (*shock*) yang terjadi pada inflasi domestik Malaysia (CPIM) direspon positif oleh FHSI dengan standar deviasi 0.030762 dan stabil pada periode 43 (lihat lampiran 7). Hal ini berarti ketika terjadi kenaikan pada inflasi maka akan direspon dengan menguatnya nilai FHSI. Hasil IRF FHSI terhadap *shock* inflasi domestik ini sama dengan hasil IRF JII, kondisi ini terjadi karena tingkat inflasi di Indonesia dan Malaysia relatif stabil dan sesuai dengan sasaran kebijakan moneter masing-masing Bank Sentral sehingga informasi inflasi dinilai sebagai *good news* oleh investor (*random walk theory*).

Respon positif ini juga bisa disebabkan karena masih banyaknya variabel-variabel lain yang mempengaruhi indeks harga saham, tetapi tidak dimasukkan dalam model sehingga kurang baik dalam merepresentasikan kondisi pasar modal yang sebenarnya. Hal ini dapat dilihat dari nilai *R-square* hasil VECM model JII dan FHSI, dimana nilai *R-square* model JII sebesar 0.641391 yang berarti bahwa variabel independen dalam model hanya mampu menggambarkan model sebesar 64 persen sedangkan sisanya diterangkan oleh variabel lain. Begitu pula nilai *R-square* model FHSI sebesar 0.291445 yang artinya variasi dari variabel makroekonomi domestik dan global dalam model hanya menerangkan 29 persen terhadap variasi FHSI.

Untuk lebih jelas bagaimana respon setiap variabel domestik dan global terhadap pergerakan harga pasar modal syariah di Indonesia dapat dilihat pada gambar di bawah ini (dapat dilihat pada Lampiran 1.2)

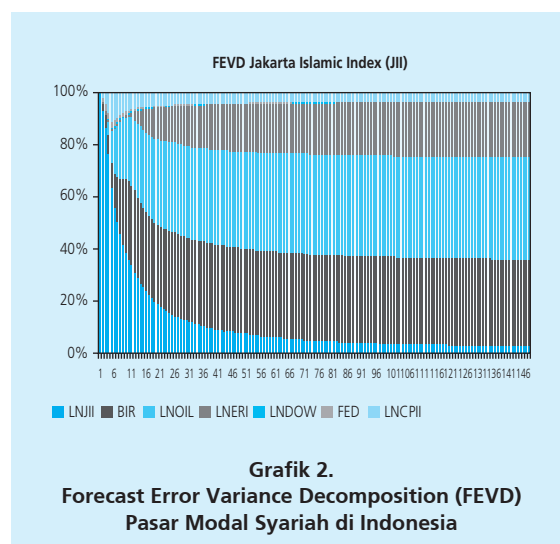
4.3. Hasil Analisa Forecast Error Variance Decomposition (FEVD)

Analisis variance decomposition menjelaskan seberapa besar peranan atau porsi suatu variabel ekonomi terhadap guncangan variabel ekonomi lainnya, sehingga secara tidak langsung dapat diketahui kekuatan dan kelemahan masing-masing variabel dalam mempengaruhi variabel lainnya dalam kurun waktu yang panjang.

Hasil FEVD di Indonesia menunjukkan peramalan pengaruh variabel makroekonomi global dan domestik terhadap *Jakarta Islamic Index* (JII) dalam 150 periode pengamatan. Dari hasil FEVD di atas memperlihatkan dominannya pengaruh harga minyak dunia (OIL) dan tingkat suku bunga Bank Indonesia (BIR) terhadap JII. OIL menjadi variabel yang paling dominan pengaruhnya

yaitu hingga mencapai 38.99871 atau sebesar 39 persen pada akhir periode pengamatan. Hal ini menunjukkan, dalam jangka panjang harga minyak dunia masih berpengaruh cukup besar terhadap pergerakan JII, besarnya pengaruh OIL ini disebabkan oleh masih dominannya investor asing di Indonesia yang berinvestasi di industri pertambangan. Variabel *BI rate* (BIR) menempati posisi kedua dengan dominasi pengaruh sebesar 33.34662 atau mencapai 33 persen pada akhir periode pengamatan. Hal ini menunjukkan bahwa pasar modal syariah bahkan dalam jangka panjang belum mampu terlepas dari pengaruh suku bunga yang secara normatif merupakan instrumen transaksi yang dilarang berdasarkan syariah.

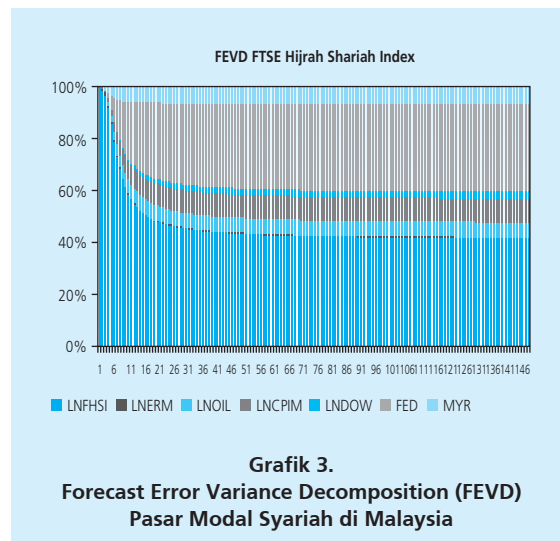
Di tempat ketiga, variabel nilai tukar rupiah (ERI) memiliki pengaruh semakin lama semakin meningkat hingga mencapai pengaruh sebesar 21.23137 atau mencapai 21 persen terhadap JII pada akhir periode pengamatan. Besarnya pengaruh ERI ini disebabkan oleh aktifitas ekspor dan impor yang dilakukan perusahaan-perusahaan yang tergolong dalam JII dan juga dominannya investor asing di pasar modal Indonesia semakin memperkuat pengaruh variabel nilai tukar mata uang terhadap pergerakan harga saham. Sedangkan untuk variabel-variabel lainnya indeks Dow Jones, *Fed rate* dan inflasi domestik (DOW, FED dan CPII) memiliki pengaruh yang relatif kecil terhadap JII, pada awal periode variabel-variabel tersebut mengalami kenaikan hingga periode ke delapan namun pada periode ke sembilan pengaruh variabel-variabel tersebut cenderung menurun dan masing-masing memiliki pengaruh sebesar 0.039708, 0.084288 dan 3.657258. lihat gambar di bawah ini:



Sementara itu hasil *FEVD FTSE Hijrah Shariah Index* (FHSI), dari hasil ini diketahui bahwa FHSI sangat dipengaruhi oleh variabel FHSI itu sendiri. Hal ini menunjukkan bahwa masih banyak variabel-variabel lain yang tidak masuk dalam model yang memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pergerakan FHSI. Variabel makroekonomi dalam model pasar modal syariah

Malaysia yang paling dominan mempengaruhi FHSI adalah tingkat suku bunga global Fed *rate* (FED). Pengaruh FED ini terus meningkat dari awal periode hingga akhir periode pengamatan (periode 150) yakni mencapai pengaruh sebesar 33.76132 atau mencapai 34 persen. Besarnya pengaruh FED ini mengindikasikan dalam jangka panjang, FHSI semakin responsif terhadap fluktuasi tingkat suku bunga global dan hal ini salah satunya dipicu oleh tingginya dominasi investor asing di pasar modal syariah Malaysia.

Variabel makroekonomi lainnya berupa harga minyak dunia (OIL), Malaysian *rate* (MYR), inflasi domestik Malaysia (CPIM) dan indeks Dow Jones (DOW) memiliki pengaruh yang terus meningkat dari awal periode pengamatan hingga mencapai besaran pengaruh masing-masing 6.094735 (6 persen), 6.929383 (7 persen), 9.120171 (9 persen) dan 2.491735 (2,5 persen) pada akhir periode pengamatan. Sedangkan untuk variabel nilai tukar mata uang ringgit Malaysia (ERM) pengaruhnya semakin menurun dari awal periode hingga memiliki pengaruh 0.378664 (0,4 persen) pada akhir periode pengamatan.



V. KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah diuraikan pada bab sebelumnya, maka diperoleh kesimpulan hasil penelitian sebagai berikut:

- a. Hasil analisis VECM yang dilakukan menunjukkan bahwa dari ketiga variabel makro ekonomi global (harga minyak dunia (OIL), Fed *rate* (FED) dan indeks Dow Jones (DOW)) hanya dua variabel (OIL dan FED) yang berpengaruh signifikan terhadap pergerakan JII dan FHSI. Walaupun demikian terjadi perbedaan pengaruh yang dihasilkan FED terhadap JII dan FHSI. FED berpengaruh signifikan negatif terhadap pergerakan JII namun pengaruh

FED terhadap FHSI justru signifikan positif. Hal ini dimungkinkan terjadi karena perbedaan respon kebijakan moneter kedua negara terhadap kebijakan ekonomi Amerika.

- b. Sedangkan untuk pengaruh variabel makro ekonomi domestik (nilai tukar mata uang, tingkat suku bunga dan inflasi) di Indonesia dan Malaysia ternyata memiliki pengaruh yang serupa terhadap pasar modal syariah masing-masing negara. Ketiga variabel makro ekonomi domestik ini berpengaruh signifikan terhadap pasar modal masing-masing negaranya.
- c. Dari semua variabel yang diteliti dalam jangka pendek hanya variabel OIL, ERI, CPII serta JII itu sendiri yang berpengaruh terhadap pergerakan *Jakarta Islamic Index* (JII). Sedangkan dalam jangka panjangnya hanya variabel makro ekonomi global berupa DOW yang tidak berpengaruh signifikan terhadap pergerakan JII.
- d. Untuk pasar modal syariah Malaysia, dalam jangka pendek tidak ada variabel yang berpengaruh secara signifikan, namun dalam jangka panjang semua variabel selain variabel DOW berpengaruh secara signifikan terhadap pergerakan FHSI.

Berdasarkan hasil penelitian di atas, terdapat beberapa hal yang dapat penulis rekomendasikan :

- a. Mengingat hanya satu variabel yang memiliki pengaruh berbeda terhadap pasar modal syariah Indonesia dan Malaysia yaitu variabel *Fed rate*, maka hal ini mengindikasikan adanya perbedaan respon yang diambil oleh kedua negara atas kebijakan ekonomi yang diambil oleh negara lain, sehingga disarankan agar pembuat kebijakan lebih berhati-hati dalam merespon perubahan kebijakan ekonomi negara lain tersebut. *Capital outflow* memang sangat rentan terjadi di Indonesia akibat perubahan kebijakan ekonomi negara lain, oleh sebab itu pengawasan terhadap nilai tukar mata uang juga harus lebih ketat dilakukan karena dampak nilai tukar yang sangat besar terhadap neraca pembayaran dan cadangan devisa negara.
- b. Perlu adanya peningkatan investor domestik di pasar modal syariah. Hal ini dikarenakan salah satu penyebab responsifnya pasar modal syariah di Indonesia dan Malaysia terhadap perubahan kebijakan ekonomi negara lain adalah tingginya persentase investor luar negeri dibandingkan dengan investor domestik. Di Indonesia sendiri investor luar negeri mencapai lebih dari 60 persen dari keseluruhan investor di pasar modal, secara psikologis investor luar ini cenderung lebih mudah memindahkan dana yang diinvestasikan ke negara lain yang dinilai lebih menguntungkan.
- c. Terkait dengan penelitian mengenai variabel yang mempengaruhi pasar modal syariah, kiranya perlu dilakukan penelitian lebih mendalam mengenai variabel-variabel teknikal dan fundamental yang mempengaruhi pasar modal syariah sehingga diharapkan akan didapatkan hasil yang lebih komprehensif mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi pergerakan pasar saham syariah.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Qur'an Karim dan Terjemahannya, Departemen Agama RI cetakan PT. Syaamil Cipta Media
- Al-Faizin, Abdul Wahid. 2010. Analisis Pengaruh Variabel Kebijakan Moneter Terhadap Pergerakan Index Harga Saham Gabungan (IHSG) dan Jakarta Islamic Index (JII). Skripsi Program Studi Ilmu Ekonomi Islam: Sekolah Tinggi Ekonomi Islam (STEI) Tazkia.
- Antonio, Muhammad Syafi'i. 2007. *Bank Syariah Dari Teori Ke Praktik*. Cetakan kesebelas Jakarta: Gema Insani Press.
- Arsana, I Gede Putu. Tanpa tahun. Modul VAR (*Vector Autoregressive*). Laboratorium Komputasi Ilmu Ekonomi FE UI
- Aydemir dan Erdal Demirhan. "The Relationship Between Stock Prices and Exchange Rates Evidence from Turkey". *International Research Journal of Finance and Economics, ISSN 1450-2887 Issue 23 (2009)*.
- 'Ayuniyyah, Qurroh. 2010. Analisis Pengaruh Instrumen Moneter Syariah dan Konvensional Terhadap Pertumbuhan Sektor Riil Di Indonesia. Skripsi Departemen Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Manajemen Institut Pertanian Bogor
- Ascarya. 2009. *Aplikasi Vector Autoregression dan Vector Error Correction Model Menggunakan Eviews 4.1*. tidak diterbitkan
- Bapepam. 2004. *Studi Tentang Investasi Syariah Di Pasar Modal Indonesia*
- Bodie, Kane dan Marcus. 2006. *Investasi*. Jakarta: Penerbit Salemba Empat.
- Bursa Malaysia. 2008. *The Islamic Capital Market*.
- Dimitrova, Desislava. 2005. The Relationship Between Exchange Rates and Stock Prices: Studied in a Multivariate Model. *Issues in Political Economy, Vol. 14, Agustus 2005*
- Fatwa DSN-MUI No.40/DSN-MUI/X/2003 tentang pasar modal dan pedoman penerapan prinsip syariah di bidang pasar modal
- Fahrudin, Muh. 2006. Analisis Pengaruh Inflasi, Jumlah Uang Beredar, Exchange Rate dan Interest rate Terhadap Index JII (*Jakarta Islamic Index*) pada tahun 2002 – 2005. Skripsi STAIN Surakarta: Tidak diterbitkan.

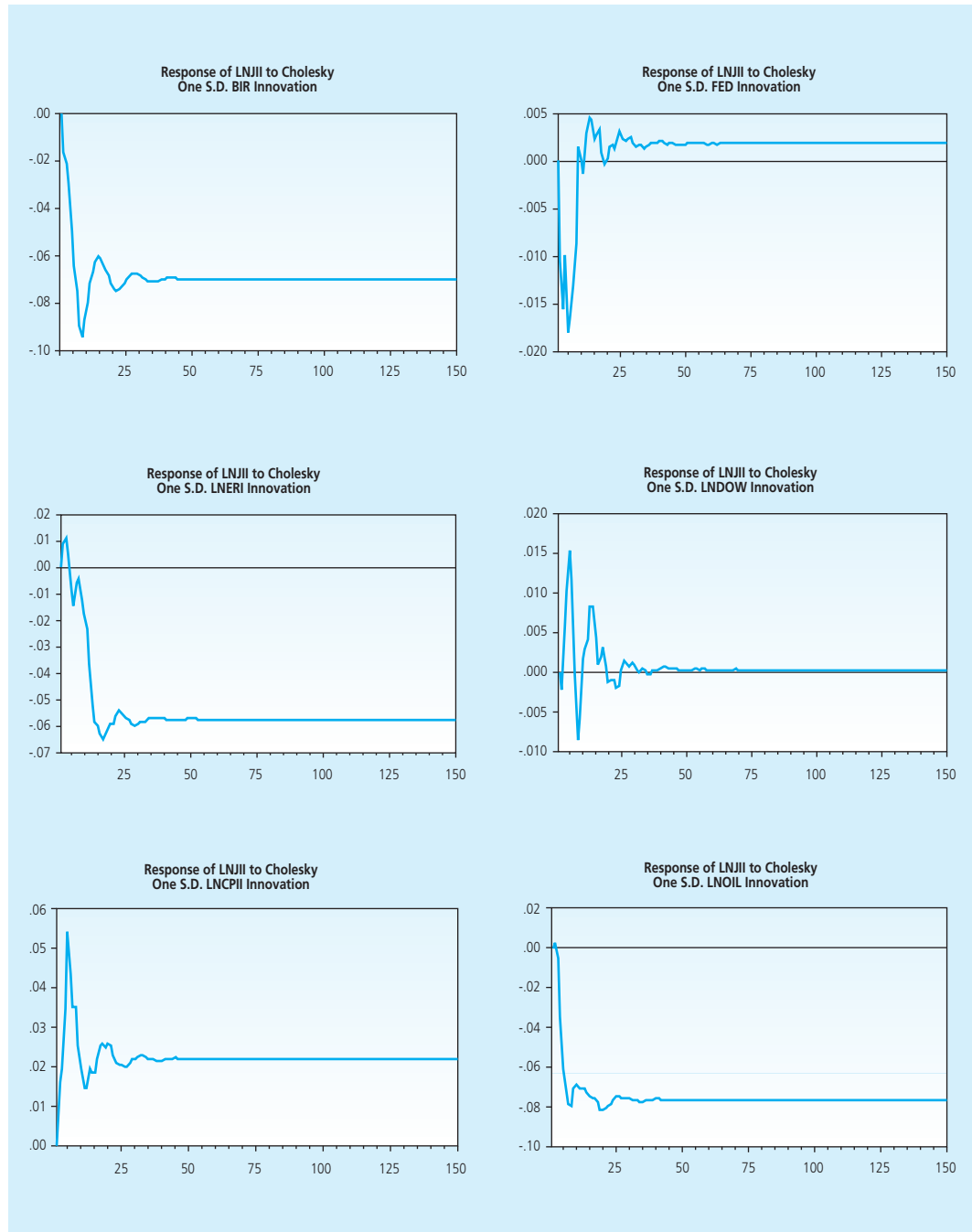
- Granger, Clive W.J., Huang, Bwo-Nung, and Chin-Wei, Yang, 2000. "A bivariate causality between stock prices and exchange rates: evidence from recent Asian flu", *The Quarterly Review of Economics and Finance* 40
- Gujarati, D. 2003. *Basic Econometrics*. Singapura: Mc Graw-Hill
- Halwani, R. Hendra. 2005. *Ekonomi Internasional dan Globalisasi Ekonomi*. Bogor: Penerbit Ghalia Indonesia.
- Huda, Nurul. 2004. Pasar Modal Syariah dan Faktor Yang Mempengaruhi Beta Saham (Studi Kasus JII dan LQ-45 Tahun 2002-2003). Tesis Program Studi dan Kajian Timur Tengah dan Islam. Universitas Indonesia: tidak diterbitkan.
- Huda, Nurul, Mustafa Edwin Nasution. 2007. *Investasi pada Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Kencana Prenada Media Group.
- Hussin dan Mobd Yabya. 2003 "Hubungan Kemeruapan Antara Pembolehubah Makroekonomi Pasaran Saham Islam dan Konvensional Di Malaysia". *Jurnal Syariah*, 11:2 (2003).
- Ibrahim, Mansor H. dan Wan Sulaiman Wan Yusoff. 2001. Macroeconomic Variables, Exchnage Rate and Stock Price: A Malaysian Perspective. *IJUM Journal of Economics and Management* 9, no. 2 (2001): 141-63
- Kamaruddin, Ahmad. 1996. *Dasar-dasar Manajemen Investasi*. Jakarta: Rineka Cipta.
- Karim, Adiwarmam A. 2008. *Ekonomi Mikro Islami*. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada
- _____. 2008. *Ekonomi Makro Islami*. Edisi Kedua. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada
- Kuncoro, Mudrajad. 2004. *Metode Kuantitatif Teori dan Aplikasi Untuk Bisnis dan Ekonomi*. Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan AMP YKPN.
- Lenny, Bun dan Sarwo Edy Handoyo. 2008. "Pengaruh Harga Minyak Dunia, Tingkat Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia dan Kurs Rp/USD Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan Di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Ekonomi/Tahun XIII, No. 03. November 2008:295-304*
- Manurung, Jonni dan A,H, Saragih, F, D. 2005. *Ekonometrika Teori dan Aplikasi*. Jakarta: PT. Elex Media Komputindo.
- Manan, Abdul. 2009. *Aspek Hukum Dalam Penyelenggaraan Investasi Di Pasar Modal Syariah Indonesia*. Jakarta: Kencana Prenada Media Group.
- Maysamy, Ramin Cooper. Lee Chuin Howe dan Mohamad Atkin Hamzah. 2004. Relationship Between Macroeconomic Variables and Stock Market Indices: Cointegration Evidence From Stock Exchange of Singapore's All-S Sector Indices. *Jurnal Pengurusan* 24 (2004) hal (47-77)

- Nachrowi, D Nachrowi dan Hardius Usman. 2006. *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Nazwar, Chairul. 2008. Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Return Saham Syariah Di Indonesia. *Wahana Hijau Jurnal Perencanaan dan Pengembangan Wilayah, Vol.4, No. 1, Agustus 2008*
- Nugraheni, Sri Retno Wahyu. 2011. Analisis Daya Tahan Perbankan Syariah Terhadap Fluktuasi Ekonomi Di Indonesia. Skripsi; Institut Pertanian Bogor.
- Octavia, Ana. 2007. Analisis Pengaruh Nilai Tukar Rupiah/US\$ dan Tingkat Suku Bunga SBI Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan di Bursa Efek Jakarta. Skripsi; Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang.
- Putong, Iskandar. 2009. *Economics Pengantar Mikro dan Makro*. (edisi ketiga). Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Rahardja, Prathama dan Mandala Manurung. 2006. *Teori Ekonomi Makro Suatu Pengantar*. Jakarta: Lembaga Penerbit FE UI.
- Rangkuti, Freddy. 2006. *Business Plan Teknik Membuat Perencanaan Bisnis dan Analisis Kasus*. Cetakan ketujuh. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Rodoni, Ahmad, Abdul Hamid. 2008. *Lembaga Keuangan Syariah*. Jakarta: Penerbit Zikrul Hakim.
- Sakti, Ali. 2007. *Analisis Teoritis Ekonomi Islam Jawaban Atas Kekacauan Ekonomi Modern*. PARADIGMA & AQSA Publishing.
- Salim, Budi Sutrisno. 2008. *Hukum Investasi di Indonesia*. Jakarta: Rajawali Press.
- Samsul, Mohamad. 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Salvatore, Dominick. 1997. *Ekonomi Internasional*. Jakarta: Bumi Aksara.
- Securities Commission Malaysia (Suruhanjaya Sekuriti). 26 November 2010. List of Shariah-Compliant Securities by the Shariah Advisory Council of the Securities Commission Malaysia
- Sriwardani, Fautiah. 2009. Pengaruh Indikator Makro Ekonomi Global terhadap Index Harga Saham Gabungan (IHSG) dan Jakarta Islamic Index (JII) menggunakan Vector Auto Regressive dan Impulse Response Function. Tesis Program Studi Timur Tengah dan Islam Kekhususan Ekonomi dan Keuangan Syariah: Tidak diterbitkan.
- Suruhanjaya Sekuriti Securities Commission Malaysia. "*List of Shariah-Compliant Securities by the Shariah Advisory Council of the Securities Commission Malaysia*". 26 November 2010.

- Suta, I. P. G. A. 2001. *Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: Bapepam.
- Surjadi, A.J. "Masalah Dampak Tingginya Harga Minyak Terhadap Perekonomian". Makalah disampaikan pada Seminar Setengah Hari tentang "antisipasi Dampak Negatif Tingginya Harga Minyak Dunia Terhadap Stabilitas Perekonomian Nasional". Departemen Keuangan. 30 Agustus 2006.
- Sylviana, Widya. 2006. Perubahan Variabel Makro Ekonomi terhadap Imbal Hasil Reksadana Syariah Periode November 2004 S/D Juni 2006 Dengan Menggunakan Data Panel. Tesis; Program Studi Timur Tengah dan Islam Universitas Indonesia.
- The Federal Reserve. *Purpose and Function: The Federal Reserve System*. http://www.thefederalreserve.gov/pf/pdf/pf_2.pdf html:14 September 2011
- Wang, Mu-lan. Ching-Ping Wang dan Tzu-Ying Huang. 2010. "Relationship Among Oil Price, Gold Price, Exchange Rate And International Stock Market". *International Research Journal of Finance and economics ISSN 1450-2887 Issue 47*.
- Warsono. 2000. "Fungsi Pengambilan Bebas Risiko Dalam Pengambilan Keputusan Investasi". *Media Ekonomi, Edisi-15 Juni Th. X*.
- Widoatmodjo, Sawidji. 2005. *Cara Sehat Investasi di Pasar Modal Pengantar Menjadi Investor Profesional*. Jakarta: PT. Elex Media Komputindo.
- Wongswan, Jon. 2005. "The Response of Global Equity Indexes to U.S. Monetary Policy Announcements". *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Paper Number 844 October 2005*.
- Yuniarta, Yunus. 2008. Analisis Pengaruh Laju Inflasi, Tingkat Suku Bunga, Jumlah Uang Beredar, Kurs Valas, Volume Rata-rata Transaksi dan Sibor Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Bursa Efek Jakarta (BEI) Tahun 2002-2004. Skripsi Fakultas Muhammadiyah Universtas Surakarta.
- Yusof, Rosylin Mohd dan M.Shabri Abd. Majid. 2007. "Stock Market Volatility Transmission in Malaysia: Islamic Versus Conventional Stock Market". *J.KAU:Islamic Economic, Vol. 20, No.2 pp: 17-35*.
- Zafar, Nousheen. Syeda Faiza Urooj dan Tahir Khan Durrani. 2008. "Interest Rate Volatility and Stock Return and Volatility". *European Journal of Economics*.
- Zubaidah, Siti. 2004. Analisis Pengaruh Tingkat Inflasi, Perubahan Nilai Tukar Terhadap Beta Saham Syariah Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di *Jakarta Islamic Index (JII)*

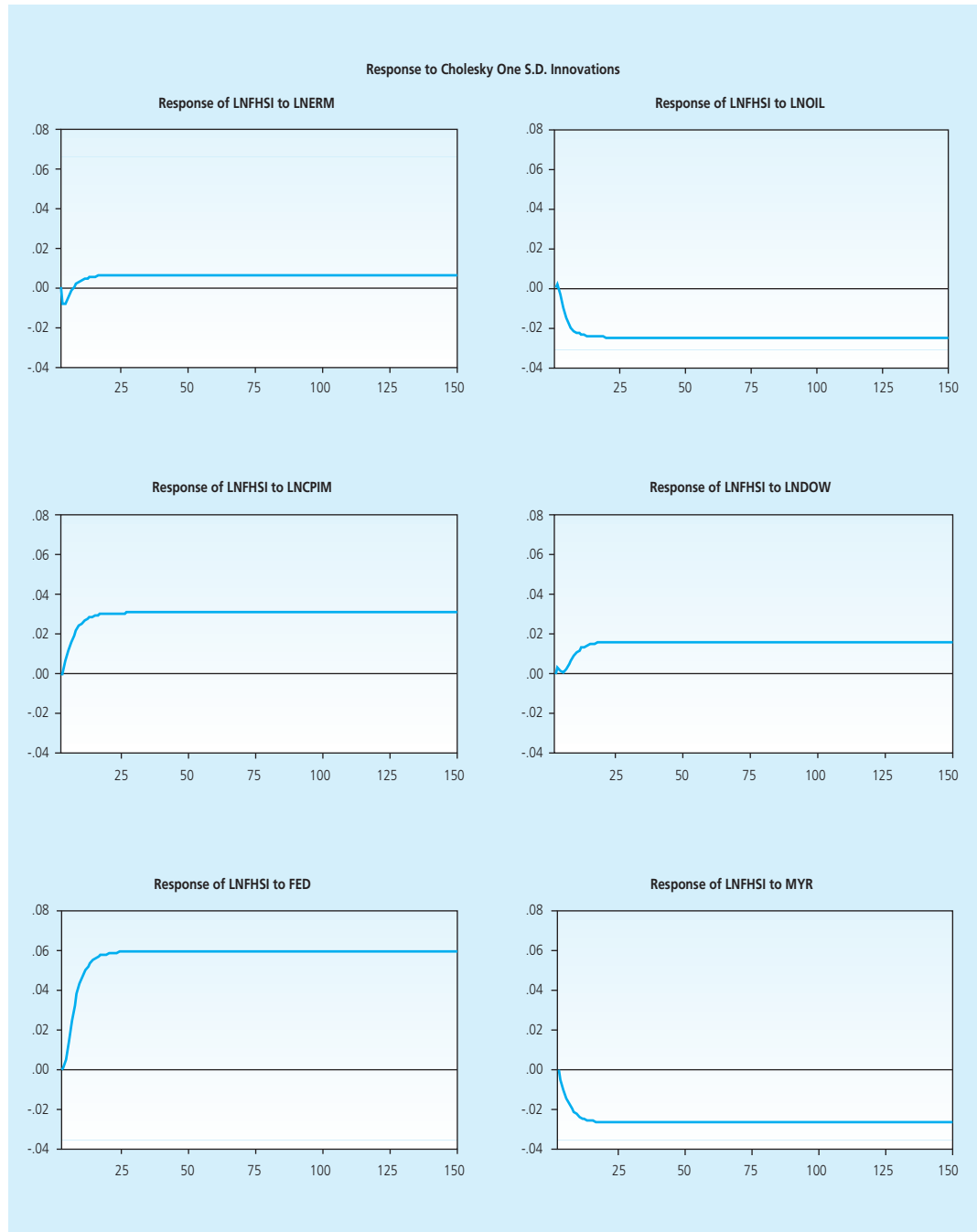
LAMPIRAN 1.1

Impulse Responses Function (Irf) Pasar Modal Syariah Di Indonesia



LAMPIRAN 1.2

Impulse Responses Function (IRF) Pasar Modal Syariah di Malaysia



Halaman ini sengaja dikosongkan