

VOLATILITAS PASAR MODAL SYARIAH DAN INDIKATOR MAKRO EKONOMI: Studi Banding Malaysia dan Indonesia

Muhammad Syafii Antonio

Hafidhoh

Hilman Fauzi

Department of Islamic Economics
TAZKIA University College of Islamic Economics
Jl. Ir. Djuanda, Sentul City, Bogor-Indonesia
email: msaonly@gmail.com, hafidhoh@gmail.com,
hilmanfauzinugraha@gmail.com

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). Two main indexes will be analyzed namely Jakarta Islamic Index (JII,) 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, all selected macroeconomic variable have significantly affect both Islamic stock market FHSI and JII, Analysis of FEVD (Forecast Error Variance Decomposition). The result also shows that the amount of influence of global and domestic macroeconomic variables on Islamic capital market volatility in Indonesia and Malaysia have different sequences. Volatility of JII is influenced by variables sequentially OIL, BIR, ERI, DOW, CPI and FED. While volatility of FHSI sequentially influenced by variables of FED, OIL, MYR, CPIM, DOW and ERM. Different result is due to two main factors: the difference macroeconomic stability and the amount of global intervention on the economy.

Kata Kunci: Islamic Stock Market, Islamic Index, VAR/VECM
FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index

PENDAHULUAN

Hadirnya pasar modal syariah telah memainkan peran penting dalam mengubah 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% 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 itulah, upaya penciptaan iklim investasi kondusif oleh pemerintah dirasa sangat penting untuk segera terwujud. Iklim investasi kondusif ini cenderung dikaitkan dengan perbaikan kondisi makroekonomi dalam negeri. Semakin stabil 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.

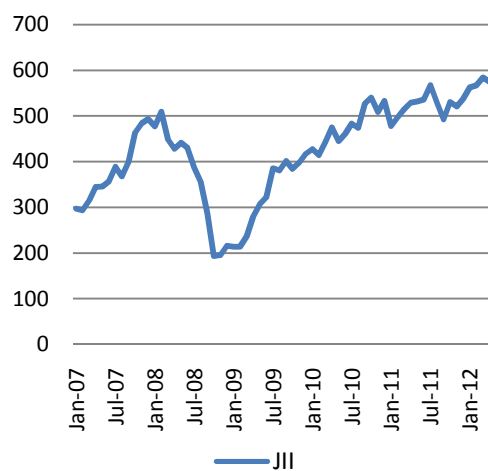
Dalam tulisan ini akan dikaji dua negara yaitu Indonesia dalam posisinya negara berpenduduk Islam terbesar di dunia dan Malaysia sebagai negara yang mengadopsi keuangan syariah paling agresif di dunia. Malaysia mengawali pendirian indeks syariah sejak tahun 1992, sedangkan Indonesia tertinggal jauh dengan baru mendirikan *Jakarta Islamic Index* (JII) delapan tahun kemudian yakni pada tahun 2000.



Gambar 1. Pola Pergerakan Pasar Modal Syariah FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index

Namun, jika kita melihat pola pergerakan *benchmark* pasar modal syariah di Indonesia yang diwakili oleh *Jakarta Islamic Index* (JII) dan Malaysia melalui *FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index* (FHSI), ternyata kedua indeks ini memiliki pola pergerakan yang serupa selama periode Januari 2007- April 2012 (gambar 1 dan 2). 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. Gambar 1 dan 2 di bawah ini merupakan pola pergerakan volatilitas harga saham Indeks syariah di Malaysia (FHSI) dan Indonesia (JII).

Penelitian terdahulu yg berkaitan dengan hubungan atau pengaruh indikator makroekonomi terhadap pasar modal telah banyak dilakukan. Penelitian Granger *et all* (2000), Mansor dan Yusoff (2001), Desisilava (2005), Aydemir dan Demirhan (2009), Lenny dan Handoyo (2008) Sriwardhani (2009) dan Wang *et all* (2010). Sriwardani (2009) meneliti tentang perbandingan indikator makroekonomi global dan Indonesia terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan *Jakarta Islamic Index* (JII).



Gambar 2. Pola Pergerakan Pasar Modal Syariah Jakarta Islamic Index

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*.

Lenny dan 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%.

Penelitian serupa juga dilakukan oleh Wang *et al.* (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.

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. Hal ini terjadi karena minyak merupakan indikator utama dalam penentuan kesehatan perekonomian dunia dan perubahan dalam pasar modal. Pendapat ini juga dikuatkan oleh Kendall (1953) dalam teori

random walk-nya yang menyatakan bahwa kenaikan harga bahan bakar (harga minyak) merupakan *bad news* bagi pasar secara umum sehingga akan berdampak negatif pada pergerakan harga saham (Samsul, 2006).

Tabel 1. Hasil Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Obyek	Metode	Makro ekonomi Domestik			Makro ekonomi Global		
				r	Inf	Er	Oil	Fed	S
1	Fautia Sriwardani	JII	VAR	-	TS	TS	TS	TS	S
2	Bun Lenny dan Sarwo Edy Handoyo	IHSG							
3	Mu-Lan Wang, Ching-Ping Wang dan Tzu-Ying Huang	USA, Cina, Jepang, Jerman dan Taiwan	ECM	-	-	S Cina Jepang Jerman Taiwan TS USA	S (Cina, Jepang, Jerman dan Taiwan) TS 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).

TUJUAN PENELITIAN

Penelitian ini mengkaji efek indikator makroekonomi terhadap volatilitas pasar modal syariah dengan membandingkannya dengan volatilitas pasar modal syariah di Malaysia.

METODE

Dalam penelitian ini terdapat dua model persamaan yaitu model pasar modal syariah Indonesia yang direpresentasikan 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 (*Vector Autoregression*) (VAR)/*Vector Error Correction Model* (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.

$$1. \quad JII_t = A_0 + A_1 JII_{t-i} + A_2 OIL_{t-j} + A_3 FED_{t-k} + A_4 DOW_{t-l} + A_5 CPII_{t-m} + A_6 BIR_{t-n} + A_7 ERI_{t-o} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (1.1)$$

$$2. \quad OIL_t = A_0 + A_1 JII_{t-i} + A_2 OIL_{t-j} + A_3 FED_{t-k} + A_4 DOW_{t-l} + A_5 CPII_{t-m} + A_6 BIR_{t-n} + A_7 ERI_{t-o} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (1.2)$$

$$3. \quad FED_t = A_0 + A_1 JII_{t-i} + A_2 OIL_{t-j} + A_3 FED_{t-k} + A_4 DOW_{t-l} + A_5 CPII_{t-m} + A_6 BIR_{t-n} + A_7 ERI_{t-o} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (1.3)$$

$$4. \quad DOW_t = A_0 + A_1 JII_{t-i} + A_2 OIL_{t-j} + A_3 FED_{t-k} + A_4 DOW_{t-l} + A_5 CPII_{t-m} + A_6 BIR_{t-n} + A_7 ERI_{t-o} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (1.4)$$

$$5. \quad CPII_t = A_0 + A_1 JII_{t-i} + A_2 OIL_{t-j} + A_3 FED_{t-k} + A_4 DOW_{t-l} + A_5 CPII_{t-m} + A_6 BIR_{t-n} + A_7 ERI_{t-o} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (1.5)$$

$$6. \quad BIR_t = A_0 + A_1 JII_{t-i} + A_2 OIL_{t-j} + A_3 FED_{t-k} + A_4 DOW_{t-l} + A_5 CPII_{t-m} + A_6 BIR_{t-n} + A_7 ERI_{t-o} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (1.6)$$

$$7. \quad ERI_t = A_0 + A_1 JII_{t-i} + A_2 OIL_{t-j} + A_3 Gold_{t-k} + A_4 DOW_{t-l} + A_5 CPII_{t-m} + A_6 BIR_{t-n} + A_7 ERI_{t-o} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (1.7)$$

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.

$$1. \quad FHSI_t = A_0 + A_1 FHSI_{t-i} + A_2 OIL_{t-j} + A_3 FED_{t-k} + A_4 DOW_{t-l} + A_5 CPIM_{t-m} + A_6 MYR_{t-n} + A_7 ERM_{t-o} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (1.8)$$

$$2. \quad OIL_t = A_0 + A_1 FHSI_{t-i} + A_2 OIL_{t-j} + A_3 FED_{t-k} + A_4 DOW_{t-l} + A_5 CPIM_{t-m} + A_6 Bnmr_{t-n} + A_7 ERM_{t-o} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (1.9)$$

$$3. \quad FED_t = A_0 + A_1 FHSI_{t-i} + A_2 OIL_{t-j} + A_3 FED_{t-k} + A_4 DOW_{t-l} + A_5 CPIM_{t-m} + A_6 MYR_{t-n} + A_7 ERM_{t-o} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (1.10)$$

$$4. \quad DOW_t = A_0 + A_1 FHSI_{t-i} + A_2 OIL_{t-j} + A_3 FED_{t-k} + A_4 DOW_{t-l} + A_5 CPIM_{t-m} + A_6 MYR_{t-n} + A_7 ERM_{t-o} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (1.11)$$

$$5. \quad CPIM_t = A_0 + A_1 FHSI_{t-i} + A_2 OIL_{t-j} + A_3 FED_{t-k} + A_4 DOW_{t-l} + A_5 CPIM_{t-m} + A_6 MYR_{t-n} + A_7 ERM_{t-o} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (1.12)$$

$$6. \quad MYR_t = A_0 + A_1 FHSI_{t-i} + A_2 OIL_{t-j} + A_3 FED_{t-k} + A_4 DOW_{t-l} + A_5 CPIM_{t-m} + A_6 MYR_{t-n} + A_7 ERM_{t-o} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (1.13)$$

$$7. \quad ERM_t = A_0 + A_1 FHSI_{t-i} + A_2 OIL_{t-j} + A_3 Gold_{t-k} + A_4 DOW_{t-l} + A_5 CPIM_{t-m} + A_6 MYR_{t-n} + A_7 ERM_{t-o} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (1.14)$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

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

IRF pada pasar modal syariah Indonesia menunjukkan respons 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 guncangan (*shocks*) pada indikator makroekonomi tersebut.

1. Respons Pergerakan Saham Syariah (JII) terhadap Shock Harga Minyak (OIL)

Hasilnya menunjukkan respons negatif FHSI terhadap *shock* yang terjadi pada harga minyak dunia (OIL). Dari gambar tersebut terlihat JII merespons negatif terhadap guncangan yang terjadi pada OIL dengan standar deviasi sebesar -0.025049 dan mulai mencapai titik kestabilan pada periode 40. 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.

Respons 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 merespons negatif terhadap perubahannya. Walaupun demikian, respons FHSI terhadap *shock* OIL relatif lebih cepat menuju kestabilan jangka panjang jika dibandingkan dengan respons JII, di mana FHSI mampu mencapai titik kestabilan jangka panjang pada periode 40 dengan nilai standar deviasi sebesar -0.025049, sedangkan respons 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 defisit anggaran pemerintah sehingga berdampak

pada memburuknya perekonomian nasional. Respons negatif indeks harga saham atas guncangan harga minyak dunia juga diperoleh dari hasil penelitian Sriwardani (2009), Wang *et al* (2010) dan IAE (2004).

2. Respons Pergerakan Harga Saham Syariah (FHSI) terhadap Shock Fed Rate (FED)

Guncangan yang terjadi pada tingkat suku bunga *Fed rate* (FED) direspons positif oleh FHSI dengan standar deviasi 0.059348 dan respons tersebut mulai mencapai kestabilan jangka panjang pada periode 53. Respons 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 respons 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 merespons guncangan FED dengan standar deviasi yang lebih tinggi mencapai 0.059348 sedangkan JII hanya merespons 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% 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.

3. Respons Pergerakan Harga Saham Syariah (FHSI) terhadap *Shock* Dow Jones Index (DOW)

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

Walaupun respon JII dan FHSI terhadap *shock* DOW relatif sama, namun respons 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 Achsan (2000) yang meneliti tentang respons bursa terhadap guncangan dari bursa lain, hasilnya penelitian tersebut menyatakan bahwa apabila terjadi guncangan di bursa saham Amerika, maka

bursa-bursa regional tidak terlalu meresponsnya, hanya di Singapura, Hongkong, Jepang, Taiwan dan New Zealand yang akan meresponsnya dan respons 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.

4. Respons 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) direspons negatif oleh FHSI dengan standar deviasi -0.026704 dan cenderung stabil pada periode 41. 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 (RHBII). 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.

5. Respons Pergerakan Harga Saham Syariah (FHSI) terhadap Shock Nilai Tukar Ringgit (ERM)

Hasilnya terlihat bahwa guncangan (*shock*) yang terjadi pada nilai tukar ringgit (ERM) direspons positif oleh FHSI dengan standar deviasi 0.006248 dan cenderung stabil pada periode 43. Hasil ini menunjukkan bahwa ketika terjadi depresiasi ringgit, maka akan direspons 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. Respons 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.

6. Respons Pergerakan Harga Saham Syariah (FHSI) terhadap Shock Inflasi Malaysia (CPIM)

Hasilnya terlihat bahwa bahwa guncangan (*shock*) yang terjadi pada inflasi domestik Malaysia (CPIM) direspons positif oleh FHSI dengan standar deviasi 0.030762 dan stabil

pada periode 43. Hal ini berarti ketika terjadi kenaikan pada inflasi maka akan direspons 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*).

Respons 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, di mana nilai *R-square* model JII sebesar 0.641391 yang berarti bahwa variabel independen dalam model hanya mampu menggambarkan model sebesar 64% 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% terhadap variasi FHSI.

B. Hasil Analisis 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.

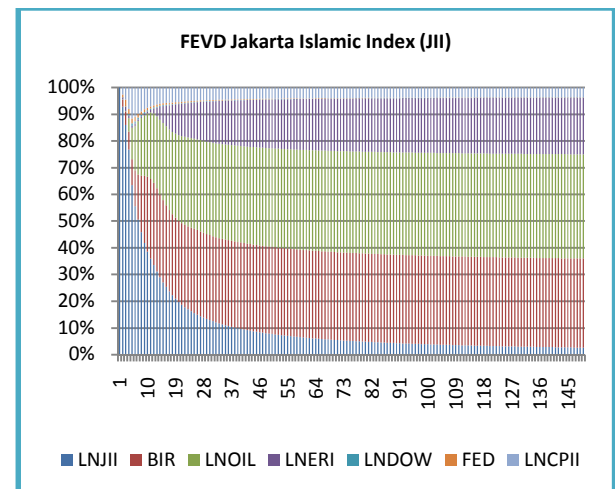
Hasil FEVD di Indonesia menunjukkan peramalan pengaruh variabel makroekonomi global dan domestik terhadap *Jakarta Islamic Index* (JII) dalam 150 periode pengamatan. Dari hasil FEVD di atas memperlihatkan dominannya pengaruh harga minyak dunia (OIL) dan tingkat suku bunga Bank Indonesia (BIR) terhadap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

mencapai 38.99871 atau sebesar 39% 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% 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% 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. (Gambar 3)

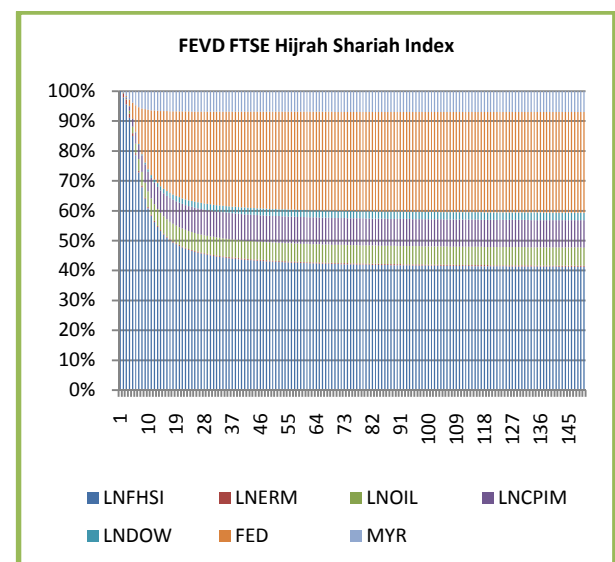
Sementara itu hasil FEVD *FTSE Hijrah Shariah Index* (FHSI), dari hasil ini diketahui bahwa FHSI sangat dipengaruhi oleh variabel FHSI itu sendiri. Hal ini menunjukkan bahwa masih banyak variabel-variabel lain yang tidak masuk dalam model yang memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pergerakan FHSI.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



Sumber: data diolah

Gambar 3. Forecast Error Variance Decomposition (FEVD) Pasar Modal Syariah di Indonesia



Sumber: data diolah

Gambar 4. Forecast Error Variance Decomposition (FEVD) Pasar Modal Syariah di 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%), 6.929383 (7%), 9.120171 (9%) dan 2.491735 (2,5%) 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%) pada akhir periode pengamatan (Gambar 4).

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah diuraikan, diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

1. Hasil analisis IRF memperlihatkan bahwa guncangan yang diberikan oleh variabel makroekonomi global (OIL, FED, DOW) dan domestik (ERI, BIR, CPII) terhadap pergerakan harga saham syariah di Indonesia (JII) bergerak secara positif melalui guncangan yang diberikan oleh variabel FED, DOW, CPII. Sedangkan guncangan variabel lain (BIR, ERI, OIL) memberikan respons negatif.
2. Hasil analisis IRF untuk pergerakan saham syariah di Malaysia (FHSI) menunjukkan hasil yang hampir sama berbeda dengan penelitian di Indonesia dimana pergerakan FHSI direspons secara positif melalui guncangan yang diberikan oleh variabel DOW, FED, CPIM. Namun hal yang berbedanya ialah guncangan variabel ERM memberikan respons positif di Malaysia sedangkan di Indonesia direspons secara negatif. Sedangkan guncangan variabel OIL dan MYR memberikan respons positif terhadap pergerakan FHSI.
3. Analisis FEVD menunjukkan bahwa besaran pengaruh variabel makroekonomi global dan domestik terhadap pergerakan

saham syariah di Indonesia dan Malaysia berbeda secara urutan. Pergerakan JII di Indonesia dipengaruhi secara berurutan oleh variabel OIL, BIR, ERI, DOW, CPI dan FED. Sedangkan pergerakan FHSI di Malaysia di dipengaruhi secara berurutan oleh variabel FED, OIL, MYR, CPIM, DOW dan ERM. Hasil yang berbeda lebih disebabkan karena dua hal, yaitu: perbedaan kondisi stabilitas makroekonomi dan besaran intervensi global terhadap perekonomian.

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

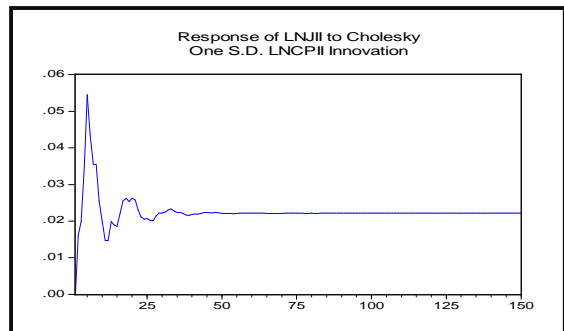
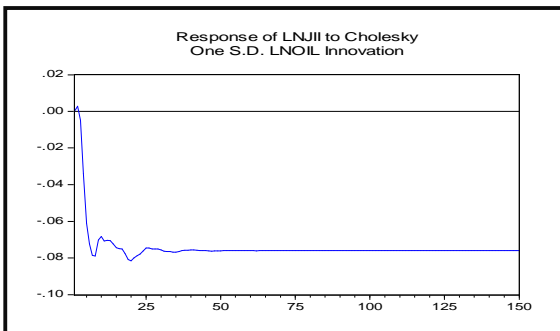
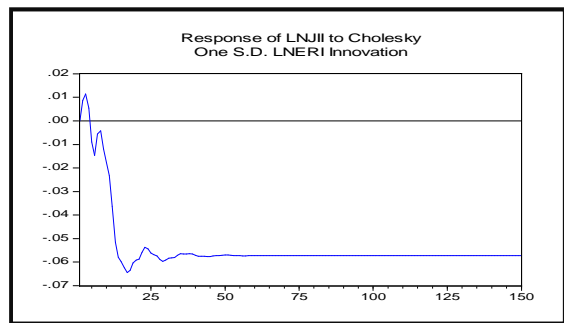
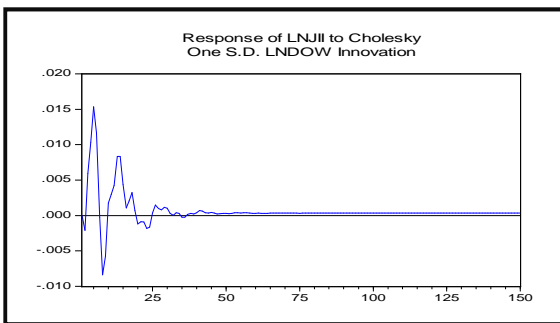
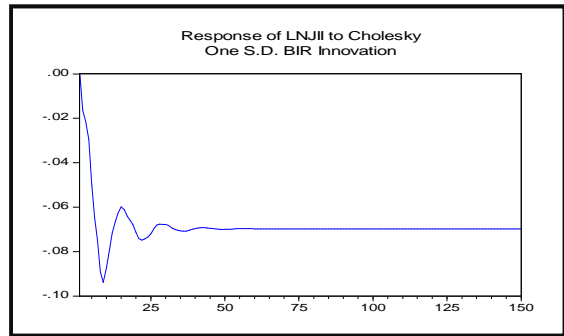
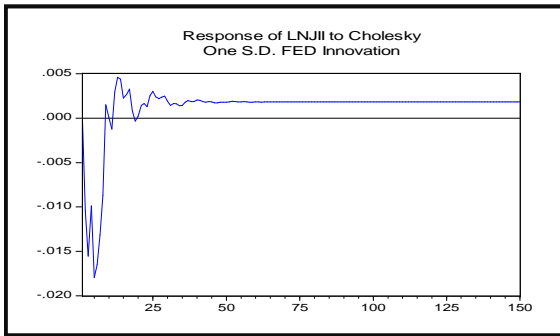
1. Hasil analisis IRF memperlihatkan bahwa guncangan yang diberikan oleh variabel makroekonomi global (OIL, FED, DOW) dan domestik (ERI, BIR, CPII) terhadap pergerakan harga saham syariah di Indonesia (JII) bergerak secara positif melalui guncangan yang diberikan oleh variabel FED, DOW, CPII. Sedangkan guncangan variabel lain (BIR, ERI, OIL) memberikan respons negatif.
2. 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 50 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.
3. 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

- Aydemir dan Demirhan, E., 2009, The Relationship Between Stock Prices and Exchange Rates Evidence from Turkey, *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887 Issue 23 (2009)
- Dimitrova, D., 2005, The Relationship between Exchange Rates and Stock Prices: Studied in a Multivariate Model, *Issues in Political Economy*, Vol. 14, Agustus 2005
- Faizin, A., Wahid, A., 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, Bogor
- Granger, et al., 2000, A Bivariate Causality between Stock Prices and Exchange Rates: Evidence from Recent Asian Flu", *The Quarterly Review of Economics and Finance* 40
- Lenny, B., dan Handoyo, S.E., 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
- Samsul, M., 2006, *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*, Penerbit Erlangga, Jakarta
- Sriwardani, F., 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.
- Wang, M.,C.P., dan Huang, T.,Y., 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
- Wongswan, J., 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
- Yusof, R., M., dan Majid, M.,S.A., 2007, Stock Market Volatility Transmission in Malaysia: Islamic versus Conventional Stock Market, *J.KAU: Islamic Economic*, Vol. 20, No.2 pp: 17-35.

Impulse Responses Function (IRF) Pasar Modal Syariah di Indonesia



Impulse Responses Function (IRF) Pasar Modal Syariah di Malaysia

Response to Cholesky One S.D. Innovations

