

**ANALISIS KOINTEGRASI: KETERKAITAN
JAKARTA ISLAMIC INDEKS DENGAN IHSG
DAN SBI DI BURSA EFEK JAKARTA**
(Periode April 2005 – Juli 2007)



TESIS

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna
memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

**Oleh:
M. HARRIS MUHAJIR
NIM C4A006190**

**PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2008**

KATA PENGANTAR

Alhamdulillah, puji syukur sedalam-dalamnya peneliti panjatkan kehadirat Allah SWT atas segala rahmat dan hidayah-Nya sehingga peneliti dapat menyelesaikan Tesis yang berjudul :

“Analisis Kointegrasi : Keterkaitan Jakarta Islamic Indeks dengan IHSG dan SBI di Bursa Efek Jakarta. (Periode April 2005 – Juli 2007)”

Penyusunan Tesis ini ditujukan untuk melengkapi persyaratan dalam mencapai derajat Pasca Sarjana pada program Magister Manajemen Pascasarjana Universitas Diponegoro Semarang. Sehubungan dengan selesainya penyusunan Tesis ini, peneliti menyampaikan rasa hormat dan ucapan terima kasih serta penghargaan yang tinggi kepada :

1. Allah SWT *”The Most Gracious, The Most Merciful”* karena hanya dengan pertolongan-Nya lah, peneliti dapat menyelesaikan tesis ini.
2. Muhammad, Rasulullah SAW, sang pemberi syafaat, dan suri tauladan kami. Shalawat dan salam kami sampaikan kepadanya.
3. Kedua orangtua yang selalu memberikan doa dan semangat peneliti untuk menyelesaikan tugas ini. Semoga Allah swt membalas kebaikan mereka dengan firdaus-Nya.
4. Ketiga orang saudariku (Cita, Dinda, dan Hana), yang senantiasa selalu mendoakan abangnya agar selalu berhasil dan sukses.
5. Bapak Prof. Dr. Sugeng Wahyudi, MM. sebagai Dosen Pembimbing Pertama yang telah banyak memberi pengarahan dan bimbingan serta petunjuk-petunjuk yang berguna kepada peneliti, sehingga penulisan Tesis ini dapat terselesaikan dengan baik. Semoga Allah membalas kebaikan Bapak dengan keselamatan dan kesejahteraan. Amin.
6. Drs. Agus Purwanto, Msi, Akt. selaku Dosen pembimbing Kedua yang telah memberikan saran, masukan, ilmu yang sangat membantu dalam perbaikan penulisan tesis ini. Jazakumullah Khairan Katsiran.
7. Para Staf Tata Usaha di MM UNDIP, terima kasih banyak atas bantuannya dan kerendahan hatinya untuk mau direpotkan oleh peneliti.
8. Teman-teman satu angkatan MM UNDIP 27/Malam yang selalu siap saling membantu dalam kesulitan.
9. Teman-teman di Bank Niaga Syariah, mari meraih Mardhatillah!!
10. Pungky Lestari, “teman” di kala susah dan senang yang senantiasa menguatkan hati dalam menjalani cobaan berat hidup ini, semoga akan menjadi teman hidupku kelak di kemudian hari. Amin

11. Semua pihak yang telah banyak membantu, yang tidak dapat disebut satu persatu. Terimakasih banyak, “Semoga Rabb Pemilik Semesta selalu meridhai segala sesuatu yang diawali dengan niat baik. Amin”

Kesempurnaan hanyalah milik Allah semata, kekurangan hanyalah milik saya. Peneliti menyadari bahwa penyusunan Tesis ini masih jauh dari sempurna. Karena itu, kritik dan saran dari pihak luar sangat diharapkan demi kesempurnaan Tesis ini. Akhirnya, peneliti berharap semoga karya ini bermanfaat bagi peneliti maupun pihak-pihak lain yang berkepentingan

Semarang, Maret 2008

Peneliti

ABSTRACT

This study attempts to analysis Jakarta Islamic Index (JII) using Cointegration Analysis and Vector Error Correction Model (VECM). It explores to compare a parallel and unrestricted counterpart of JII is the Jakarta Composite Index (JCI/IHSG) which tracks the price performance all of the company which is listed in Indonesian stock market. Of that index, there's only about 30 company meet the Sharia criteria, that construct Jakarta Islamic Index.

Using cointegration techniques, we place JII under analytical scrutiny to find long-term relationship with conventional index which is Jakarta Composite Index (IHSG), furthermore Vector Error Correction Model (VECM) were used to find any short-term causalities of that two index.

The result of study with Sharpe Ratio and statistic description explain that JII more risky and better performance than JCI. Trivariate and bivariate cointegration model, explain how JII was still linked with other variables, like SBI and JCI, but with VECM method that used for tracing causality between variable and a short-term relationship, JII had no short-term causalities with JCI and SBI, that's proved JII more influenced by broadmarket factors beside interest rate factor.

Keywords: *Cointegration method; VECM Analysis; Sharia Principles; JII; IHSG; SBI*

ABSTRAKSI

Penelitian ini mencoba menganalisis Jakarta Islamic Indeks (JII) dengan menggunakan Analisis Kointegrasi dan Vector Error Correction Model. Melalui penelitian ini akan dijelaskan bagaimana hubungan antara dua indeks yang bergerak paralel secara bersamaan, namun dengan kriteria yang berbeda satu sama lainnya. Salah satu indeks adalah Jakarta Islamic Indeks yang memegang prinsip Syariah, sedangkan yang lain adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang memuat seluruh pergerakan harga emiten yang terdaftar dalam Bursa Efek Jakarta/Bursa Efek Indonesia. Dari keseluruhan emiten tersebut, hanya 30 emiten yang memenuhi persyaratan yang sesuai prinsip Syariah untuk masuk dalam komposisi JII.

Dengan menggunakan teknik kointegrasi, JII dianalisis dengan cermat untuk mencari hubungan dalam jangka panjang dengan IHSG, kemudian untuk mencari hubungan jangka pendek digunakan metode VECM atau *Vector Error Correction Model*.

Hasil penelitian tersebut menyatakan hasil perhitungan Sharpe Ratio dan Deskripsi Statistik yang menjelaskan bahwa JII lebih berisiko namun mempunyai kinerja yang lebih baik dibandingkan dengan IHSG. Model trivariat dan bivariat kointegrasi menjelaskan bahwa JII mempunyai hubungan jangka panjang dengan IHSG dan SBI. Namun, dengan menggunakan metode VECM yang menjelaskan hubungan kausalitas dan jangka pendek menyatakan bahwa JII tidak mempunyai hubungan jangka pendek dengan IHSG dan SBI. Hal ini menyimpulkan bahwa JII lebih dipengaruhi faktor lain di pasar modal, selain IHSG dan faktor tingkat bunga yang diwakili oleh Sertifikat Bank Indonesia.

Kata kunci: Metode kointegrasi; Analisis VECM; Prinsip Syariah; JII; IHSG; SBI

DAFTAR ISI

Abstraksi.....	i
Daftar Isi	ii
Daftar Tabel	iii
Daftar Rumus	iv
BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan Masalah dan Pertanyaan Penelitian	6
1.3 Tujuan Penelitian.....	7
1.4 Kegunaan Penelitian....	7
1.4.1 Kegunaan Praktis	7
1.4.2 Kegunaan Akademis.....	8
BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN	
2.1 Telaah Pustaka.....	9
2.1.1 Prinsip Syariah dalam Pasar Modal.....	11
2.1.1.1 Instrumen Keuangan Prinsip Syariah dalam Pasar Modal.....	12
2.1.1.2 Daftar Efek Syariah	13
2.1.2 Macam Indeks di Bursa Efek Jakarta... ..	14
2.1.3 Sertifikat Bank Indonesia sbg salah satu Instrumen Moneter	22
2.1.3.1 Dasar Pertimbangan SBI 1 bulan sebagai salah satu Variabel Penelitian.....	25
2.1.4 Penelitian Terdahulu.....	25
2.1.5 Korelasi Penelitian Terdahulu dengan Variabel-variabel Penelitian.....	31
2.1.6 Kerangka Pikir.....	33
2.1.7 Hipotesa Penelitian.....	34
BAB III METODE ANALISIS PENELITIAN	
3.1 Ruang Lingkup Penelitian.....	36
3.2 Jenis dan Sumber Data	36
3.3 Populasi dan Sampling	37
3.4 Definisi Operasional Variabel.....	37
3.5 Metodologi Penelitian.. ..	38
3.5.1 Statistik Deskriptif dan Sharpe Ratio.....	40
3.5.2 Uji Akar Unit (<i>Unit Root Test/Augmented Dickey Fuller</i>)	41
3.5.3 Uji Kointegrasi... ..	45
3.5.4 Model Vektor Koreksi Kesalahan (VECM).....	47
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	
4.1 Statistik Deskriptif.....	50
4.2 Analisis Data	52
4.2.1 Uji <i>Unit Root</i>	52
4.2.2 Menentukan <i>Optimum Lag</i>	54
4.2.3 Uji Kointegrasi	55
4.2.4 <i>Vector Error Correction Model</i> (VECM).....	60

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan	64
5.2 Keterbatasan	66
5.3 Saran-saran	66
Daftar Pustaka	v
Lampiran	viii

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	Penelitian Terdahulu.....	29
Tabel 4.1	Statistik Deskriptif.....	50
Tabel 4.2	Hasil Pengujian <i>Unit Root</i>	53
Tabel 4.3	Hasil Pengujian Jumlah Lag Optimal	54
Tabel 4.4	Hasil Pengujian Kointegrasi Trivariat	55
Tabel 4.5	Vektor Kointegrasi trivariat { IHSG, JII, SBI }	56
Tabel 4.6	Hasil Pengujian Kointegrasi Bivariat {IHSG,JII}	57
Tabel 4.7	Vektor Kointegrasi Bivariat {IHSG,III}.....	57
Tabel 4.8	Hasil Pengujian Kointegrasi Bivariat {IHSG, SBI}.....	58
Tabel 4.9	Vektor Kointegrasi Bivariat {IHSG,SBI}	58
Tabel 4.10	Hasil Pengujian Kointegrasi Bivariat {JII,SBI}.....	59
Tabel 4.11	Vektor Kointegrasi Bivariat {JII, SBI}.....	59
Tabel 4.12	Model Koreksi Kesalahan	60

DAFTAR RUMUS

Rumus 3.1	Model Regresi	42
Rumus 3.2	Model Regresi Beta 1	42
Rumus 3.3	Model regresi Beta 2	43
Rumus 3.4	Pure Random Walk	43
Rumus 3.5	Pure With Drift	43
Rumus 3.6	Pure with Drift and Trend	43
Rumus 3.7	Rumus Kointegrasi dua variabel	45
Rumus 3.8	<i>Static Equilibrium</i>	45
Rumus 3.9	Derivasi VECM	47
Rumus 3.10	Representasi Vector Error Correction	48
Rumus 3.11	VECM	49

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Prinsip syariah merupakan implementasi dari sistem ekonomi Islam yang telah ada ratusan tahun lampau. Masyarakat Indonesia yang merupakan komunitas muslim terbesar di dunia karena lebih dari 90% masyarakatnya merupakan penganut agama Islam, ironisnya ternyata baru mengenal mengenai prinsip syariah pada awal tahun 1990-an.

Sistem ekonomi dengan prinsip syariah, baru mulai hadir di Indonesia pada awal tahun 90-an, ketika inisiatif Majelis Ulama Indonesia (MUI) berhasil mendorong berdirinya bank syariah pertama di Indonesia pada tanggal 1 Mei 1992, yaitu Bank Muamalat. Untuk memberikan arahan dan regulasi, maka juga berdiri lembaga Dewan Syariah Nasional (DSN) yang berafiliasi pada Majelis Ulama Indonesia (MUI), dimana fatwanya menjadi acuan dari pelaku ekonomi syariah dalam penerapannya. Fatwa-fatwa tersebut menjadi landasan syariah puluhan Peraturan Bank Indonesia dan Peraturan Bapepam-LK.

Dengan berdirinya bank syariah tersebut, hal ini juga ditindaklanjuti dengan berdirinya berbagai institusi keuangan berlandaskan prinsip syariah, seperti asuransi syariah, *multifinance* syariah, serta tidak ketinggalan pada industri pasar modal. Kemudian, dengan dimotori oleh Bapepam-LK bekerjasama dengan PT. Danareksa Investment Management, lahirlah *Jakarta Islamic Indeks* (JII), yang dijadikan sebagai tolak ukur untuk mengukur kinerja suatu investasi pada saham dengan basis syariah.

Jakarta Islamic Indeks (JII) diluncurkan pada tanggal 3 Juli 2000. JII dihitung mundur hingga tanggal 1 Januari 1995 sebagai hari dasar dengan nilai dasar 100. JII dimaksudkan untuk menjembatani investor yang ingin menginvestasikan uangnya di pasar modal pada instrumen keuangan yang halal dan tidak bertentangan dengan hukum Islam. Sesuai dengan namanya, JII hadir sebagai indeks dari saham-saham emiten yang kegiatannya dipandang tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Sampai saat ini, jumlah saham perusahaan yang terdaftar dalam JII adalah 30 macam perusahaan.

Sebagaimana juga Islamic Indeks lainnya di dunia, seperti *Dow Jones Islamic Market Indeks, Kuala Lumpur Islamic Indeks*, perusahaan yang sahamnya tercatat di

JII bersikap pasif. Artinya, mereka tidak mengupayakan agar saham perusahaannya masuk dalam JII, misalnya dengan menyesuaikan kegiatan operasional bisnisnya sesuai dengan prinsip syariah. Sebaliknya JII-lah yang aktif melakukan penyeleksian saham-saham yang tidak bertentangan dengan syariah.

Secara langsung JII tidak mempengaruhi perilaku bisnis perusahaan yang sahamnya masuk JII.

Pada kenyataannya, memang tidak semua aktivitas perdagangan dan usaha memenuhi ketentuan syariah atau yang layak masuk ke dalam JII. Secara umum, dapat dikatakan bahwa prinsip syariah menghendaki kegiatan ekonomi yang halal, baik produk yang menjadi objek, cara perolehannya, maupun cara penggunaannya. Oleh karena itulah, dapat dipastikan bahwa industri perbankan konvensional dianggap sebagai jenis usaha yang tidak dapat dimasukkan dalam JII, hal ini karena perbankan konvensional dianggap sebagai industri yang hidup dari riba, sedangkan riba sendiri dilarang karena tidak sesuai dengan prinsip syariah.

Indeks yang berada secara paralel dengan JII dan tidak ada ketentuan yang mengikat untuk emiten yang berada didalamnya adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Indeks Harga Saham Gabungan (disingkat IHSG, dalam Bahasa Inggris disebut juga *Jakarta Composite Index*, JCI, atau *JSX Composite*) merupakan salah satu indeks pasar saham yang digunakan oleh Bursa Efek Jakarta (BEJ). Diperkenalkan pertama kali pada tanggal 1 April 1983, sebagai indikator pergerakan harga saham di BEJ, Indeks ini mencakup pergerakan harga seluruh saham biasa dan saham preferen yang tercatat di BEJ. Hari Dasar untuk perhitungan IHSG adalah tanggal 10 Agustus 1982. Pada tanggal tersebut, Indeks ditetapkan dengan Nilai Dasar 100 dan saham tercatat pada saat itu berjumlah 13 saham.

Sampai sekarang ini, sudah tercatat 346 emiten saham (per 15 Agustus 2007) yang ada di BEJ, sedangkan hanya 30 emiten yang kriterianya dapat dimuat dalam *Jakarta Islamic Indeks* (JII). Dari komposisi tersebut, berarti hanya sekitar 8,7% perusahaan dari total 346 perusahaan yang memenuhi kriteria untuk dimasukkan ke dalam JII. Dengan perbandingan jumlah dan komposisi emiten dari kedua indeks

tersebut (IHSG dan JII), penelitian ini ingin mengamati bagaimana perbedaan kinerja keduanya serta hubungan yang terjadi diantara kedua indeks yang berbeda tersebut.

Penelitian dengan obyek prinsip syariah pada pasar modal khususnya di Indonesia tidak banyak dilakukan oleh peneliti-peneliti sebelumnya. Untuk penelitian dari dalam negeri sendiri, beberapa penelitian dengan obyek prinsip syariah pada pasar modal dilakukan oleh Aruzzi dan Bandi (2003) serta Hamzah (2005). Penelitian dengan obyek prinsip syariah pada pasar modal mengenai *return* dan beta yang dipengaruhi oleh variabel-variabel karakteristik perusahaan, industri dan ekonomi makro merupakan hal yang menarik untuk dilakukan karena sifat dari *return* dan risiko ini yang akan selalu melekat pada setiap investasi terutama investasi dalam setiap saham, baik saham biasa maupun saham yang sesuai dengan kaidah syariah. Kemudian penelitian dari Hardianto (2005) yang ingin menjelaskan korelasi antara tingkat bunga konvensional yang mempengaruhi tingkat bagi hasil pada bank syariah. Sedangkan penelitian dari luar negeri, cukup sedikit yang bisa dijadikan referensi. Salah satu penelitian yang cukup memberikan inspirasi adalah penelitian dari Hakim dan Rashidian (2002) yang memperbandingkan kinerja indeks konvensional dengan indeks yang berdasarkan prinsip syariah, serta meneliti hubungan kausalitas yang terjadi diantara keduanya.

Sedangkan untuk penelitian-penelitian sebelumnya, kebanyakan meneliti faktor-faktor dan kinerja indeks konvensional secara umum, seperti penelitian yang dilakukan Wondabio (2006) yang meneliti hubungan antara indeks dalam negeri dengan indeks regional, Habib (2007) dan Kesuma (2006) yang menjelaskan faktor-faktor yang mempengaruhi nilai saham, serta West (1998) yang meneliti hubungan antara indeks yang satu mempengaruhi indeks lainnya.

Berdasarkan fakta empiris dari penelitian sebelumnya dan dari literatur yang dipelajari menunjukkan bahwa indeks-indeks dalam pasar modal saling berpengaruh satu sama lainnya, sedangkan untuk indeks syariah, khususnya di Indonesia, belum banyak fakta yang mendukungnya. Oleh karena itu, tesis ini hendak meneliti mengenai bagaimana kinerja kedua indeks yang berbeda prinsip dalam penyusunan komposisinya, yaitu indeks konvensional dalam hal ini adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan indeks syariah, yaitu Jakarta Islamic Indeks (JII), yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Kemudian bagaimana hubungan antara keduanya, dan bagaimana variabel lain yang dianggap instrument investasi bebas risiko (*risk-free asset*) mempengaruhi kedua indeks tersebut, dalam hal ini adalah Sertifikat Bank Indonesia (SBI) jangka waktu 1 bulan dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Yang dimaksud dengan analisis jangka pendek adalah suatu analisis terhadap kondisi atau situasi di dunia nyata yang berlangsung paling lama satu tahun, sedangkan analisis jangka panjang adalah analisis terhadap kondisi nyata yang berlangsung lebih dari satu tahun (Kusnadi, dkk dalam Muflihah, 2007)

Penelitian ini memakai data runtun waktu (*time series*) berupa angka penutupan indeks JII dan IHSG, yang didapat dari Bursa Efek Jakarta selama periode penelitian. Sebagai variabel eksogen, digunakan tingkat bunga SBI jangka waktu 1 bulan, yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia setiap minggunya. Pemakaian tingkat bunga SBI, dimaksudkan sebagai alternatif investasi selain saham dan tolak ukur investasi yang bebas risiko dibandingkan kedua variabel lainnya.

Pembuktian tersebut dilakukan dengan melakukan pendekatan analisa kointegrasi dimana dua atau lebih variabel (*series*) non-stasioner akan terkointegrasi bila

kombinasinya juga linier sejalan dengan berjalannya waktu, meskipun bisa terjadi masing-masing variabelnya bersifat non stasioner, dengan kata lain, hubungan antara variabel-variabel tersebut berjalan dalam jangka panjang. Kemudian untuk melihat hubungan dalam jangka pendek yang terjadi diantara kedua indeks tersebut (IHSG dan JII) digunakan analisa VECM (*Vector Error Correction Model*).

1.2. Rumusan Masalah dan Pertanyaan Penelitian

Dari sumber referensi penelitian-penelitian sebelumnya, serta obyek penelitian yang hendak diteliti oleh peneliti, memunculkan rumusan masalah sebagai berikut, yaitu:

“Bagaimanakah perbandingan kinerja kedua indeks yang berlainan prinsip tersebut, yaitu IHSG yang mewakili indeks konvensional dan JII yang merepresentasikan indeks syariah? Dan bagaimana hubungan antara keduanya dalam jangka pendek maupun jangka panjang?”

Dari rumusan masalah tersebut, maka disusun pertanyaan penelitian sebagai berikut, yaitu:

- 1) Bagaimanakah perbandingan tingkat risiko antara kedua indeks, yaitu JII dan IHSG?**
- 2) Bagaimanakah perbandingan kinerja indeks tersebut dalam hal return, JII versus IHSG?**
- 3) Apakah ada keterkaitan dalam jangka panjang (terkointegrasi) diantara variabel-variabel tersebut, yaitu IHSG, JII, dan SBI jangka waktu 1 bulan?**
- 4) Apakah ada hubungan kausalitas dan hubungan jangka pendek diantara variable-variabel tersebut, yaitu JII, IHSG dan SBI jangka waktu 1 bulan?**

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan yang ingin dicapai dalam penulisan ini adalah:

- 1) Untuk menganalisis tingkat risiko masing-masing indeks dengan deksripsi statistik dua indeks yang berbeda landasan prinsip dalam penyusunan komposisi emitennya, yaitu IHSG dengan prinsip konvensional dan JII dengan prinsip syariah.
- 2) Untuk menganalisis kinerja return masing-masing indeks, yaitu indeks konvensional (IHSG) dibandingkan dengan indeks syariah (JII).
- 3) Menganalisis adanya keterkaitan secara kointegratif (*long-term relationship*) antara indeks yang berbeda-beda (IHSG dan JII) dan instrument bebas risiko dari Bank Indonesia, yaitu Sertifikat Bank Indonesia.
- 4) Menganalisis hubungan kausalitas diantara kedua indeks serta *short-term relationship*, yaitu IHSG dan JII serta tingkat bunga Sertifikat Bank Indonesia jangka waktu 1 bulan.

1.4. Kegunaan Penelitian

1.4.1 Kegunaan Praktis

- a. Membantu kalangan investor, terutama investor muslim, untuk lebih mengenal JII sebagai salah satu benchmark indeks di pasar modal Indonesia.
- b. Mengetahui efektivitas *Jakarta Islamic Indeks* dan komposisi emiten yang terdapat didalamnya sebagai sarana berinvestasi sesuai prinsip syariah.
- c. Mengetahui risiko dan imbal hasil yang terdapat dalam Jakarta Islamic Indeks dibandingkan dengan IHSG.

1.4.2. Kegunaan Akademis

- a. Penelitian ini berguna memunculkan minat akademisi untuk lebih menggali lebih dalam mengenai investasi berbasis syariah
- b. Memperbandingkan indeks yang terdapat di Indonesia, dan diharapkan akan muncul lagi penelitian mengenai indeks lokal maupun regional terhadap JII di masa mendatang
- c. Memperkenalkan analisa kointegrasi dan VECM sebagai salah satu metode penelitian untuk melihat hubungan jangka pendek dan jangka panjang antar dua variable non-stasioner.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN

2.1. Telaah Pustaka

Beberapa tahun belakangan ini mulai berkembang prinsip syariah dalam jasa keuangan, mulai dari perbankan, asuransi dan investasi. Di sektor perbankan, saat ini banyak bank yang mulai masuk ke prinsip syariah, baik berupa cabang maupun pendirian perbankan baru. Semua ini tentunya membutuhkan pembelajar konsep ini sehingga tidak salah dalam memahaminya. Perusahaan asuransi juga mulai melirik prinsip syariah dalam bisnis yang akan dikembangkannya. Banyak hal yang mengakibatkan ini, terutama dengan pasar muslim yang jumlahnya banyak di Indonesia, sebagai negara dengan jumlah penduduk muslim terbanyak.

Sektor perbankan dengan prinsip syariah diawali dengan berdirinya Bank Muamalat Indonesia pada tahun 1992, dan hingga saat ini perbankan syariah terus berkembang pesat, bahkan mulai tahun 2007, Direktorat Perbankan Syariah Bank Indonesia mulai mensosialisasikan pemasangan stiker Islamic Banking untuk menunjukkan bahwa bank tersebut adalah bank dengan prinsip syariah. Begitu juga dengan sektor lain, seperti sektor asuransi yang merasakan semakin berat beban perusahaan dalam menanggung beban risiko yang besar (jaminan proteksi) mengakibatkan banyaknya perusahaan mulai kedodoran. Dengan janji nilai kepastian dan menurunnya tingkat suku bunga, hal ini tentunya akan berdampak sangat besar terhadap industri asuransi secara umum. Perusahaan yang tadinya aman, karena tingkat suku

bunga bank relatif tinggi, misalkan beberapa tahun lalu, tingkat suku bunga tabungan masih berada di kisaran 12% dan jaminan tingkat suku bunga yang diberikan oleh perusahaan asuransi misalkan 8%, maka masih ada keuntungan untuk perusahaan asuransi. Namun pada masa sekarang ini, tingkat suku bunga hanya 6-7% dan jaminan asuransi yang diberikan dengan tingkat 8%. Tentunya perusahaan asuransi mengalami defisit dari selisih tingkat bunga. Hal ini dalam jangka panjang akan sangat berbahaya bagi kelangsungan industri asuransi, sehingga perusahaan asuransi mulai melirik asuransi berdasar prinsip syariah, seperti Asuransi Takaful Indonesia dan diikuti beberapa lembaga asuransi lainnya.

Begitu pula dalam industri pasar modal, prinsip syariah mulai berkembang secara pesat, terbukti dengan munculnya reksadana-reksadana yang berbasis syariah serta instrumen keuangan syariah, seperti sukuk, obligasi ijarah dan lain-lain. Dalam hal transaksi jual beli, saham-saham dalam reksa dana syariah merupakan harta (*mal*) yang dibolehkan untuk diperjualbelikan dalam syariah. Transaksi ini juga tidak memperbolehkan unsur spekulasi, *gharar* (penipuan), penawaran palsu dan hal-hal yang berbau spekulasi lainnya.

Dalam kaitannya dengan saham-saham yang diperjualbelikan di bursa saham, BEJ bekerjasama dengan Danareksa dan Bapepam sudah mengeluarkan daftar perusahaan yang tercatat dalam bursa yang sesuai dengan syariah Islam atau saham-saham yang tercatat di Jakarta Islamic Index (JII), dan tentunya berdasarkan persetujuan Dewan Syariah Nasional (DSN) – MUI, yang akan dijelaskan pada sub bagian selanjutnya.

2.1.1. Prinsip Syariah dalam Pasar Modal

Prinsip syariah dalam pasar modal adalah penggunaan prinsip syariah dalam pasar

modal, di mana setiap perdagangan surat berharga mentaati ketentuan transaksi sesuai dengan basis syariah. Prinsip syariah dalam pasar modal tidak hanya ada dan berkembang di Indonesia tetapi juga di negara-negara lain. Lembaga keuangan yang pertama kali menaruh perhatian di dalam mengoperasikan portofolionya dengan manajemen portofolio syariah di dalam pasar modal adalah *Amanah Income Fund* yang didirikan bulan Juni 1986 oleh para anggota *The North American Islamic Trust* yang bermarkas di Indiana, Amerika Serikat. Wacana mengenai prinsip syariah dalam pasar modal ini disambut dengan antusias di seluruh belahan bumi ini mulai dari kawasan Timur Tengah, Eropa, Asia dan Amerika. Beberapa negara yang proaktif dalam mengembangkan pasar modal yang berprinsipkan syariah dan konsisten dalam menerapkan syariah Islam dalam sendi kehidupannya adalah *Bahrain Stock* di Bahrain, *Amman Financial Market* di Amman, *Muscat Securities Kuwait Stock Exchange* di Kuwait dan *Kuala Lumpur Stock Exchange* di Malaysia. Perkembangan prinsip syariah dalam pasar modal di Indonesia secara tidak langsung juga dipengaruhi pasar modal yang berpegang pada konsep syariah yang terlebih dahulu dijalankan oleh negara-negara lain. Prinsip syariah dalam pasar modal di Indonesia diperkenalkan pada bulan Juli 2000 ditandai dengan berdirinya *Jakarta Islamic Index*.

2.1.1.1. Instrumen Keuangan Prinsip Syariah dalam Pasar Modal

Investasi keuangan syariah harus disertai dengan kegiatan sektor riil atau transaksi yang mendasari (*underlying transaction*) (Auliyah dan Hamzah,2006). Untuk itu, penciptaan instrumen investasi syariah dalam pasar modal adalah dari sekuritasi

aset/proyek (*asset securitisation*) yang merupakan bukti penyertaan, sekuritasi utang (*debt securitisation*) atau penerbitan surat utang yang timbul atas transaksi jual beli (*al dayn*) atau merupakan sumber pendanaan bagi perusahaan, sekuritasi modal (*equity securitisation*), merupakan emisi surat berharga oleh perusahaan emiten yang telah terdaftar dalam prinsip syariah dalam pasar modal dalam bentuk saham. Adapun instrumen pasar modal yang sesuai dengan syariah dalam pasar perdana adalah *muqaradah/mudharabah funds*, saham biasa (*common stock*), *muqaradah/mudharabah Bonds*. Karena instrumen pasar modal tersebut diperdagangkan di pasar perdana, maka prinsip dasar pasar perdana adalah semua efek harus berbasis pada harta atau transaksi riil, tidak boleh menerbitkan efek utang untuk membayar kembali utang (*bay al dayn bi al dayn*), dana atau hasil penjualan efek akan diterima oleh perusahaan, hasil investasi akan diterima pemodal (*shohibul maal*), tidak boleh memberikan jaminan hasil yang semata-mata merupakan fungsi dari waktu (Harahap, 2001).

Sedangkan untuk pasar sekunder ada beberapa tambahan dari prinsip dasar pasar perdana, yaitu tidak boleh membeli efek berbasis trend (indeks), suatu efek dapat diperjualbelikan namun hasil (manfaat) yang diperoleh dari efek tersebut berupa kupon atau deviden tidak boleh diperjualbelikan, tidak boleh melakukan suatu transaksi murabahah dengan menjadikan objek transaksi sebagai jaminan. Adapun jenis instrumen pasar modal yang jelas diharamkan syariah adalah *preferred stock* (saham istimewa), *forward contract*, *option*. (Auliyah dan Hamzah, 2006).

2.1.1.2. Daftar Efek Syariah

Daftar inilah yang ditunggu-tunggu oleh para pelaku pasar modal, khususnya

investor yang menghendaki kepastian dalam menginvestasikan modalnya dalam instrumen syariah. Pada hari Rabu tanggal 12 September 2007, Bapepam dan LK telah menerbitkan Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor: Kep-325/BL/2007 tentang Daftar Efek Syariah. Dikeluarkannya keputusan tersebut adalah tindak lanjut dari diterbitkannya Peraturan Nomor II.K.1 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah, lampiran Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor: Kep-314/BL/2007.

Menurut peraturan tersebut, Daftar Efek Syariah (DES) merupakan panduan investasi bagi Reksa Dana Syariah dalam menempatkan dana kelolaannya. Selain itu, Daftar Efek Syariah ini juga dapat dipergunakan oleh investor yang mempunyai keinginan untuk berinvestasi pada portofolio Efek Syariah. DES meliputi 20 (dua puluh) Efek Syariah dengan jenis sukuk/obligasi syariah, 169 (seratus enam puluh sembilan) Efek Syariah dengan jenis saham yang dikeluarkan oleh Emiten dan 5 (lima) Efek Syariah dengan jenis saham Perusahaan Publik. (lihat Lampiran 2. Daftar Efek Syariah)

Daftar Efek Syariah disusun oleh sebuah tim yang beranggotakan pejabat dan pegawai di lingkungan Bapepam dan LK, PT. Bursa Efek Jakarta, PT. Bursa Efek Surabaya dan anggota Dewan Syariah Nasional – Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI). Sumber data yang digunakan sebagai bahan penelaahan dalam penyusunan Daftar Efek Syariah dimaksud adalah berasal dari Laporan Keuangan Tahunan dan atau Laporan Tahunan Emiten atau Perusahaan Publik per 31 Desember 2006 serta data pendukung lainnya berupa data tertulis yang diperoleh dari Emiten atau Perusahaan Publik maupun dari pihak-pihak lainnya yang dapat dipercaya.

Secara periodik Bapepam dan LK akan melakukan review atas Daftar Efek Syariah berdasarkan Laporan Keuangan Tengah Tahunan dan Laporan Keuangan

Tahunan dari Emiten atau Perusahaan Publik. Review atas Daftar Efek Syariah juga dilakukan apabila terdapat Emiten atau Perusahaan Publik yang Pernyataan Pendaftarannya telah menjadi efektif dan memenuhi kriteria Efek Syariah atau apabila terdapat aksi korporasi, informasi, atau fakta dari Emiten atau Perusahaan Publik yang dapat menyebabkan terpenuhi atau tidak terpenuhinya kriteria Efek Syariah.

2.1.2. Macam Indeks di Bursa Efek Jakarta

Dalam rangka memberikan informasi yang lengkap tentang perkembangan bursa kepada publik, BEJ telah menyebarkan data pergerakan harga saham melalui media cetak dan elektronik. Satu indikator pergerakan harga saham tersebut adalah indeks harga saham. Adapun macam-macam indeks yang terdapat dalam BEJ tersebut adalah:

(i) Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Pada tanggal 1 April 1983, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) diperkenalkan untuk pertama kalinya sebagai indikator pergerakan harga saham di BEJ. Indeks ini mencakup pergerakan harga seluruh saham biasa dan saham preferen yang tercatat di BEJ. Hari dasar untuk perhitungan IHSG adalah 10 Agustus 1982. Pada tanggal tersebut, indeks ditetapkan dengan nilai dasar 100 dan saham tercatat pada saat itu berjumlah 13 saham.

Dasar perhitungan IHSG adalah jumlah nilai pasar dari total saham yang tercatat pada tanggal 10 Agustus 1982. Jumlah nilai pasar adalah total perkalian setiap saham tercatat (kecuali untuk perusahaan yang berada dalam program restrukturisasi) dengan harga di BEJ pada hari tersebut.

Formula perhitungan adalah sebagai berikut:

$$\text{IHSG} = \frac{\sum (\text{Harga Penutupan di Pasar Reguler} \times \text{Jumlah Saham}) \times 100}{\text{Nilai Dasar}}$$

Perhitungan indeks dilakukan setiap hari, yaitu setelah penutupan perdagangan setiap harinya. Dalam waktu dekat, diharapkan perhitungan IHSG dapat dilakukan beberapa kali atau bahkan dalam beberapa menit, hal ini dapat dilakukan setelah sistem perdagangan otomatis diimplementasikan dengan baik.

(ii) Indeks Sektoral

Indeks Sektoral merupakan bagian dari IHSG. Semua perusahaan yang tercatat di BEJ diklasifikasikan ke dalam 9 sektor yang didasarkan pada klasifikasi industri yang ditetapkan oleh NEJ yang disebut JASICA (*Jakarta Stock Exchange Industrial Classification*). Kesembilan sektor tersebut adalah:

A. Sektor Utama (industri yang menghasilkan bahan-bahan baku)

1. Sektor 1, Pertanian
2. Sektor 2, Pertambangan

B. Sektor Kedua (Industri Pengolahan atau Manufaktur)

3. Sektor 3, Industri Dasar dan Kimia
4. Sektor 4, Aneka Industri
5. Sektor 5, Industri Barang Konsumsi

C. Sektor Ketiga (Jasa)

6. Sektor 6, Properti dan Real Estate
7. Sektor 7, Transportasi dan Infrastruktur
8. Sektor 8, Keuangan

9. Sektor 9, Perdagangan, Jasa dan Investasi

Indeks sektoral diperkenalkan pada tanggal 2 Januari 1996 dengan nilai dasar 100 untuk setiap sektor dan menggunakan hari dasar 28 Desember 1995.

Disamping kesembilan sektor tersebut, BEJ menghitung indeks industri manufaktur atau pengolahan yang merepresentasikan kumpulan saham yang diklasifikasi kedalam sektor 3, sektor 4, dan sektor 5.

(iii) Indeks LQ45

Indeks ini terdiri dari 45 saham yang dipilih setelah melalui beberapa kriteria sehingga indeks ini terdiri dari saham-saham yang mempunyai likuiditas yang tinggi dan juga mempertimbangkan kapitalisasi pasar dari saham-saham tersebut.

LQ 45 menggambarkan sekelompok saham pilihan yang memenuhi kriteria tertentu. Saham yang berhak masuk dalam kelompok tersebut adalah yang memenuhi kriteria ranking tinggi pada: (1) total transaksi, (2) nilai transaksi, dan (3) frekuensi transaksi.” (Sugeng Wahyudi,2004.).

Untuk masuk dalam pemilihan tersebut, sebuah saham harus memenuhi kriteria tertentu dan lolos dari seleksi utama sebagai berikut:

1. Masuk dalam top 60 dari total transaksi saham di pasar reguler (rata-rata nilai transaksi selama 12 bulan terakhir).
2. Masuk dalam ranking yang didasarkan pada nilai kapitalisasi pasar (rata-rata kapitalisasi pasar selama 12 bulan terakhir).
3. Telah tercatat di BEJ sekurang-kurangnya 3 bulan
4. Kondisi keuangan perusahaan, prospek pertumbuhan perusahaan, frekuensi dan

jumlah transaksi di pasar reguler.

BEJ secara terus menerus memantau perkembangan komponen saham yang masuk dalam perhitungan Indeks LQ45. Setiap 3 bulan, di-review pergerakan ranking saham yang masuk dalam perhitungan Indeks LQ45. Pergantian saham akan dilakukan setiap 6 bulan sekali, yaitu pada setiap awal bulan Februari dan Agustus. Bila terdapat satu saham yang tidak memenuhi kriteria, saham tersebut akan dikeluarkan dari perhitungan indeks dan digantikan dengan saham yang memenuhi kriteria.

Saham-saham yang masuk dalam kriteria ranking 1-35 dikalkulasikan dengan cepat dalam perhitungan indeks. Sedangkan saham yang masuk pada ranking 36-45 tidak perlu dimasukkan dalam perhitungan indeks.

Untuk menjamin kewajaran dalam seleksi saham, BEJ memiliki sebuah Komite Penasehat yang terdiri dari para ahli di bidang pasar modal yaitu para praktisi, akademisi, profesional independen di bidang pasar modal.

Indeks LQ45 dihitung mundur hingga tanggal 13 Juli 1994 sebagai hari dasar, dengan nilai dasar 100. Untuk seleksi awal digunakan data pasar Juli 1993-Juni 1994. Hasilnya, ke-45 saham tersebut meliputi 72% total market kapitalisasi pasar dan 72.5% nilai transaksi di pasar reguler.

(iv) Jakarta Islamic Index (JII)

Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia no: 40/DSN-MUI/X/2003, tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal menyatakan bahwa pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan

dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Efek syariah adalah efek sebagaimana dimaksud dalam peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal yang akad, pengelolaan perusahaan, maupun cara penerbitannya memenuhi prinsip-prinsip syariah. Emiten atau perusahaan publik yang bermaksud menerbitkan efek syariah wajib untuk menandatangani dan memenuhi ketentuan akad yang sesuai dengan syariah atas efek syariah yang dikeluarkan.

Penyusunan emiten yang termuat dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) disusun berdasarkan prinsip yang berlandaskan syariah. Prinsip ini berdasarkan pada nilai-nilai yang terdapat dalam ekonomi Islam.

Dalam Al-Qur'an, Allah SWT berfirman bahwa:

“Dan sesungguhnya kebanyakan dari orang-orang yang berserikat itu sebagian berbuat zalim kepada yang lain, kecuali orang-orang yang beriman dan beramal saleh; dan amat sedikitlah mereka ini.” (QS. Sad:24).

Menurut Luqman Syuhada (2007), ekonomi Islam adalah “konsep tentang tata cara mendapatkan harta/kekayaan dan membelanjakannya menurut hukum dan adab yang terkandung dalam syariat Islam”. Sedangkan, Menurut Merza Gamal (2005), Sistem ekonomi Islam adalah sebuah sistem perekonomian sunnatullah yang mendorong adanya aliran investasi (melalui zakat) secara optimal (dengan prinsip anti riba) yang bersifat produktif (anti judi).

Sebagai salah satu bagian dari syariat Islam, menurut Luqman., ekonomi Islam mempunyai tujuan, yaitu::

1. Memelihara Dinul Islam
2. Memelihara Jiwa.

3. Memelihara Akal.

4. Memelihara Keturunan.

5. Memelihara Harta.

Kelima tujuan ini menjadi muara semua elemen syariat. Dalam hal memelihara dinul Islam, ekonomi memegang peran penting. Bahkan, ada harta yang diberikan kepada *muallaf* oleh Rasulullah S.A.W. agar agamanya kuat dan tidak mengganggu Islam.

Dalam hal memelihara jiwa, harta penting. Bahkan harta yang haram sekalipun bisa didispensasi untuk dimanfaatkan dalam rangka memelihara jiwa. Dalam hal akal, harta juga penting. Pendidikan merupakan salah satu cara memelihara akal seorang muslim agar tetap dalam garis fitrahnya. Dalam hal keturunan, menikah membutuhkan mahar, dan mahar harus bisa diukur secara materi, kecuali dalam kondisi darurat. Adapun dalam hal memelihara harta, sistem ekonomi Islam bahkan sangat menghargainya. Larangan riba, mencuri dan menipu merupakan bagian dari perhatian Islam terhadap pemeliharaan harta seorang muslim.

Emiten atau perusahaan publik yang menerbitkan efek syariah wajib menjamin bahwa kegiatan usahanya memenuhi prinsip-prinsip syariah dan memiliki *syariah compliance officer* (SCO) yaitu pihak atau pejabat dari suatu perusahaan atau lembaga yang telah mendapat sertifikasi dari DSN-MUI dalam pemahaman mengenai prinsip-prinsip syariah di pasar modal.

JII sendiri diluncurkan pada tanggal 3 Juli 2000. JII dihitung mundur hingga tanggal 1 Januari 1995 sebagai hari dasar dengan nilai dasar 100. JII terdiri dari 30 saham yang sesuai dengan Syariah Islam. Dewan Pengawas Syariah PT DIM terlibat dalam menetapkan kriteria saham-saham yang masuk dalam JII.

Berdasarkan arahan Dewan Pengawas Syariah PT DIM, jenis kegiatan utama emiten yang bertentangan dengan Syariah adalah:

- > Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
- > Usaha lembaga keuangan konvensional (ribawi) termasuk perbankan dan asuransi konvensional.
- > Usaha yang memproduksi, mendistribusi serta memperdagangkan makanan dan minuman yang tergolong haram.
- > Usaha yang memproduksi, mendistribusi dan atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.

Untuk menetapkan saham-saham yang masuk dalam perhitungan indeks JII dilakukan dengan urutan sebagai berikut (Auliyah dan Hamzah, 2006):

1. Memilih kumpulan saham dengan jenis usaha utama yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah dan sudah tercatat lebih dari 3 bulan (kecuali termasuk dalam 10 kapitalisasi besar).
2. Memilih saham berdasarkan laporan keuangan tahunan atau tengah tahunan terakhir yang memiliki rasio kewajiban terhadap aktiva maksimal sebesar 90%.
3. Memilih 60 saham dari susunan saham diatas berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar (*market capitalization*) terbesar selama satu tahun terakhir.
4. Memilih 30 saham dengan urutan berdasarkan tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan reguler selama satu tahun terakhir. (lihat lampiran 1. Daftar Saham Jakarta Islamic Index)

(v) Indeks Papan Utama (*Main Board Index/MBX*) dan Indeks Papan Pengembangan (*Development Board Index/DBX*)

Pada tanggal 13 Juli 2000, BEJ meluncurkan peraturan baru di bidang pencatatan: “Sistem Pencatatan 2 Papan”. Sistem ini diimplementasikan untuk mendorong bursa Indonesia dan memulihkan kepercayaan publik kepada bursa dengan tata kelola perusahaan yang baik (*Good Corporate Governance*)

Papan Pencatatan tersebut terdiri dari :

- > Papan Utama untuk perusahaan besar dengan track record yang baik
- > Papan Pengembangan, untuk mengakomodasi perusahaan-perusahaan yang belum bisa memenuhi persyaratan Papan Utama, tetapi masuk pada kategori perusahaan berprospek. Disamping itu Papan Pengembangan diperuntukkan bagi perusahaan yang mengalami restrukturisasi atau pemulihan performa.

Dalam rangka menyediakan indikator untuk mengawasi saham-saham yang masuk dalam kategori setiap papan, pada tanggal 8 April 2002, BEJ telah meluncurkan 2 indeks baru: ‘Indeks Papan Utama dan Indeks Papan Pengembangan.’ Kedua indeks tersebut menggunakan metode perhitungan seperti indeks lainnya, contohnya menggunakan pembobotan berdasarkan kapitalisasi pasar.

Hari dasar untuk perhitungan Indeks Papan Utama dan Indeks Papan Pengembangan adalah tanggal 28 Desember 2001 dengan nilai dasar 100. Pada tanggal tersebut, 24 saham tercatat di Papan Utama dan 287 saham tercatat di Papan Pengembangan dengan komposisi kapitalisasi pasar untuk kedua indeks tersebut adalah 62% dan 38% berturut-turut.

2.1.3 Sertifikat Bank Indonesia sebagai Salah Satu Instrumen Moneter

Dari instrumen BI Rate yang tingkat bunganya ditetapkan Bank Indonesia melalui Rapat Dewan Gubernur, ditetapkanlah tingkat bunga untuk instrumen yang digunakan oleh Bank Indonesia dalam memasuki pasar modal di Indonesia, yaitu Sertifikat Bank Indonesia atau SBI.

Latar belakang hadirnya Sertifikat Bank Indonesia dan instrumen kebijakan moneter lainnya dari Bank Indonesia merupakan langkah BI sebagai cara untuk penguatan kebijakan moneter di Indonesia, dan sebagai salah satu dari instrumen dari kebijakan Operasi Pasar Terbuka Bank Indonesia.

SBI adalah surat berharga sebagai pengakuan utang berjangka waktu pendek dalam mata uang Rupiah yang diterbitkan oleh Bank Indonesia dengan sistem diskonto. Sebagai otoritas moneter, Bank Indonesia berkewajiban memelihara kestabilan nilai rupiah. Dalam paradigma yang dianut, jumlah uang primer (uang kartal + uang giral di Bank Indonesia) yang berlebihan dapat mengurangi kestabilan rupiah dan SBI diterbitkan dan dijual oleh Bank Indonesia untuk mengurangi kelebihan uang primer tersebut. Dasar hukum penerbitan SBI

adalah Surat Keputusan Direksi Bank Indonesia No. 31/67/KEP/DIR tanggal 23 Juli 1998 tentang Penerbitan dan Perdagangan Sertifikat Bank Indonesia serta Intervensi Rupiah.

SBI diterbitkan tanpa warkat (*scripless*), dan seluruh kepemilikan maupun transaksinya dicatat dalam sarana Bank Indonesia BI-SSSS. Pembelian SBI oleh masyarakat tidak dapat dilakukan secara langsung dengan Bank Indonesia melainkan harus melalui Bank Umum serta pialang pasar uang dan pasar modal yang ditunjuk oleh Bank Indonesia. Untuk menjaga keamanan dari kehilangan atau pencurian serta untuk

menghindari terjadinya pemalsuan, pihak pembeli SBI memperoleh Bilyet Depot Simpanan (BDS) sebagai bukti atas penyimpanan fisik warkat SBI pada Bank Indonesia.

Penerbitan SBI di pasar perdana dilakukan dengan mekanisme lelang pada setiap hari Rabu atau hari kerja berikutnya (apabila hari Rabu adalah hari libur nasional); SBI diterbitkan dengan jangka waktu (tenor) 1 bulan sampai dengan 12 bulan dengan satuan unit terkecil sebesar Rp1 juta. Saat ini Bank Indonesia menerbitkan SBI dengan tenor 1 bulan dan 3 bulan. Penerbitan SBI tenor 1 bulan dilakukan secara mingguan sedangkan SBI tenor 3 bulan dilakukan secara triwulanan.

Peserta lelang SBI terdiri dari bank umum dan pialang pasar uang Rupiah dan Valas. Metode lelang penerbitan SBI dilakukan dengan menggunakan 2 (dua) cara yaitu: (1) *Variabel Rate Tender* (peserta lelang mengajukan penawaran kuantitas dan tingkat diskonto SBI), dan (2) *Fixed Rate Tender* (peserta lelang mengajukan penawaran kuantitas dengan tingkat diskonto yang ditetapkan oleh Bank Indonesia).

Penawaran minimal pada lelang SBI di pasar perdana ditetapkan sebesar Rp1 miliar dengan kelipatan Rp100 juta. Bank Indonesia mengumumkan rencana lelang SBI paling lambat pada 1 hari kerja sebelum hari pelaksanaan lelang. Bank Indonesia mengumumkan pemenang lelang SBI pada hari pelaksanaan lelang. Penyelesaian transaksi dilakukan 1 (satu) hari kerja berikutnya (*one day settlement*) melalui sarana BI-SSSS yang terhubung langsung dengan sistem BI-RTGS.

2.1.3.1 Dasar Pertimbangan SBI 1 Bulan Sebagai Salah Satu Variabel Penelitian

Sebagai dasar dari pertimbangan mengenai pemilihan Sertifikat Bank Indonesia sebagai salah satu variabel penelitian, adalah sebagai berikut:

- Instrumen SBI sebagai variabel eksogen yang juga cukup likuid seperti saham dan merepresentasikan tingkat bunga yang tidak termasuk dalam kriteria halal oleh prinsip syariah.
- Instrumen SBI dianggap sebagai instrumen keuangan yang bebas risiko karena dikeluarkan oleh Bank Indonesia, sehingga dipakai sebagai pembandingan (*benchmark*) risiko dan imbal hasil dari kedua indeks IHSG dan JII.
- SBI merupakan salah satu pilihan atau alternatif investasi bagi investor yang hendak menanamkan uangnya selain pada instrumen saham yang terdapat pada Bursa Efek Jakarta.

2.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian-penelitian dengan obyek prinsip syariah dalam pasar modal atau pasar modal yang berpegang pada konsep syariah di Indonesia tidak banyak dilakukan. Begitu pula, penelitian-penelitian yang menggunakan variabel-variabel indeks-indeks yang terdapat dalam prinsip syariah dalam pasar modal masih jarang dilakukan.

Penelitian dengan obyek prinsip syariah dalam pasar modal dilakukan oleh Aruzzi dan Bandi (2003). Tujuan penelitian ini dilakukan untuk mengetahui sejauh mana variabel tingkat suku bunga, rasio profitabilitas dan *beta* akuntansi dapat mempengaruhi risiko sistematis atau beta saham syariah yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) di Bursa Efek Jakarta (BEJ) secara bersama-sama ataupun secara parsial pada periode pengamatan yang diambil dalam penelitian tersebut. Adapun obyek yang diteliti

adalah saham perusahaan yang termasuk ke dalam JII dalam periode Januari 2001 – Desember 2002.

Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa secara bersama-sama maupun parsial variabel-variabel tingkat suku bunga, rasio profitabilitas dan beta akuntansi tidak mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap beta saham syariah. Koefisien determinasi adalah sebesar 7,1% ini berarti variabel-variabel tingkat suku bunga, rasio profitabilitas dan beta akuntansi hanya dapat menjelaskan beta saham syariah sebesar 7,1%, sedangkan 92,9% dijelaskan oleh variabel-variabel lain.

Hamzah (2005) melakukan penelitian dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh variabel-variabel makro ekonomi, industri dan karakteristik perusahaan terhadap beta saham syariah. Obyek yang diteliti adalah saham perusahaan yang termasuk dalam JII periode Januari 2001 sampai Desember 2004. jumlah sampel adalah sebanyak 120 perusahaan. Hasil pengujian dengan *F-test* menunjukkan bahwa variabel-variabel makro ekonomi, industri dan karakteristik perusahaan mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap beta saham syariah. Nilai koefisien determinasi sebesar 51,8%. Hal ini menunjukkan bahwa variabel-variabel tersebut dalam menjelaskan perubahan beta saham syariah mempunyai hubungan dan pengaruh yang kuat. Hasil pengujian dengan *t-test* menunjukkan pada variabel-variabel makro ekonomi seperti kurs rupiah terhadap *dollar* dan Produk Domestik Bruto mempunyai pengaruh signifikan pada level 5% terhadap beta saham syariah, sedangkan pada variabel-variabel industri tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap beta saham syariah dan pada variabel-variabel karakteristik perusahaan hanya *leverage* dan profitabilitas yang mempunyai pengaruh signifikan pada level 10% terhadap beta saham syariah.

Kemudian, penelitian Auliyah dan Hamzah (2006) bertujuan untuk mengetahui dampak variabel-variabel ekonomi seperti, karakteristik perusahaan, industri dan makroekonomi terhadap return dan beta dari saham syariah. Sampel dari penelitian mengambil dari perusahaan yang terdaftar pada Jakarta Islamic Indeks dalam kurun waktu 2001 – 2005 sebanyak 150 perusahaan.

Hasil pengujian dengan F-test, menunjukkan variabel-variabel karakteristik perusahaan, industri dan ekonomi makro tidak berpengaruh secara signifikan pada tingkat 5% terhadap *return* saham syariah tetapi berpengaruh secara signifikan pada tingkat 5% terhadap beta saham syariah. Pengujian regresi secara parsial dengan *t-test* menunjukkan bahwa tidak ada satu pun variabel-variabel karakteristik perusahaan, industri dan ekonomi makro berpengaruh secara signifikan pada *return* saham syariah, sedangkan variabel-variabel karakteristik perusahaan, industri dan ekonomi makro terhadap beta saham saham yang mempunyai pengaruh signifikan pada tingkat 5% adalah cyclicalitiy, kurs rupiah terhadap dollar dan Produk Domestik Bruto (PDB).

Penelitian dari Hardianto (2005) sedikit banyak membuka wawasan penelitian ini dengan penelitiannya mengenai mekanisme transmisi syariah. Penelitian Hardianto bertujuan menganalisis dampak perubahan tingkat bunga SBI 1 bulan mempengaruhi tingkat bagi hasil pada perbankan syariah (*shariah share*). Dengan metode VAR, penelitian ini membuktikan dua hal penting yaitu: tidak terjadi mekanisme substitusi antara produk pinjaman sistem konvensional dengan sistem syariah dan kesimpulan yang kedua adalah pinjaman bank syariah mempunyai pola hubungan yang positif dengan inflasi. Keseimbangan yang seharusnya terjadi antara sisi moneter dengan sisi riil tidak

terjadi karena pertumbuhan pada pinjaman bank syariah tidak diikuti pola yang sama di sisi riil (GDP).

Satu penelitian yang mungkin bisa menjadi acuan adalah penelitian dari Hakim dan Rashidian (2002) dengan tujuan untuk mengetahui tingkat risiko dan imbal hasil yang terdapat pada indeks syariah dan indeks konvensional serta hubungan dinamis jangka panjang terhadap kedua indeks tersebut melalui uji kointegrasi. Obyek yang diteliti adalah nilai penutupan harian Dow Jones Islamic Market Indeks (DJIMI) dan Wilshire 5000 pada periode 10 Desember 1999 sampai dengan 9 April 2002 dengan sampel sebanyak 674 data yang diperbandingkan dengan variabel eksogen T-Bill jangka waktu 3 bulan dari *Federal Reserves*.

Hasil pengujian dengan *Sharpe Ratio* menunjukkan tingkat risiko yang ditunjukkan oleh DJIMI lebih rendah apabila dibandingkan dengan indeks Wilshire 5000 (118% vs 194%), kemudian dengan uji kointegrasi menunjukkan tidak ada korelasi dinamis jangka panjang, yang saling mempengaruhi kedua indeks tersebut, karena itu dapat diartikan indeks berjalan secara independen satu sama lain. Hal ini dapat diartikan DJIMI tidak akan banyak terpengaruh oleh fluktuasi yang terjadi pada Wilshire 5000 yang diakibatkan pergeseran tingkat bunga dan hal-hal lain. Secara singkat digambarkan dalam tabel berikut ini:

Tabel 2.1

Penelitian Terdahulu

Judul Penelitian	Variabel	Metodologi	Hasil
Pengaruh Tingkat Suku Bunga, Rasio Profitabilitas, dan Beta Akuntansi Terhadap Beta Saham Syariah di BEJ oleh	Tingkat suku bunga, rasio profitabilitas, <i>beta</i> akuntansi dan beta saham syariah.	Analisa Determinan	Secara bersama-sama maupun parsial, variabel-variabel tingkat suku bunga,

Aruzzi, M. Iqbal, dan Bandi, (2003)			rasio profitabilitas dan beta akuntansi tidak mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap beta saham syariah.
Analisa Karakteristik Perusahaan, Industri dan Ekonomi Makro Terhadap Beta Saham Syariah di BEJ oleh Ardi Hamzah (2005)	Variabel makro ekonomi, industri dan karakteristik perusahaan terhadap beta saham syariah	F-test <i>t-test</i>	Variabel-variabel independen, seperti kurs Rp/USD dan PDB mempunyai pengaruh signifikan pada level 5% terhadap beta saham syariah, sedangkan pada variabel-variabel industri tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap beta saham syariah dan pada variabel-variabel karakteristik perusahaan hanya <i>leverage</i> dan profitabilitas yang mempunyai pengaruh signifikan pada level 10% terhadap beta saham syariah.
Mekanisme Transmisi Syariah di Indonesia oleh Erwin Hardianto (2005)	Variabel terdiri dari tingkat suku bunga SBI terhadap tingkat bagi hasil perbankan	Vector Auto Regression (VAR)	Tidak terjadi substitusi antara produk pinjaman sistem konvensional dengan sistem syariah dan pinjaman bank syariah mempunyai pola hubungan yang positif dengan inflasi
Analisa Karakteristik Perusahaan, Industri dan Ekonomi Makro Terhadap Return dan Beta Saham Syariah di BEJ oleh Robiatul Auliyah dan	Variabel terdiri dari makroekonomi, industry dan karakteristik perusahaan, return dan beta saham syariah	Analisa Regressi	Variabel-variabel karakteristik perusahaan, industri dan ekonomi makro tidak berpengaruh secara signifikan pada

Ardi Hamzah (2006)			tingkat 5% terhadap <i>return</i> saham syariah tetapi berpengaruh secara signifikan pada tingkat 5% terhadap beta saham syariah. Sedangkan <i>t-test</i> menunjukkan bahwa tidak satu pun variabel-variabel karakteristik perusahaan, industri dan ekonomi makro berpengaruh secara signifikan pada <i>return</i> saham syariah, sedangkan variabel-variabel karakteristik perusahaan, industri dan ekonomi makro terhadap beta saham saham yang mempunyai pengaruh signifikan pada tingkat 5% adalah cyclicalilty, kurs rupiah terhadap dollar dan Produk Domestik Bruto (PDB).
Risk and Return of Islamic Stock Market Indexes Oleh Sam Hakim dan Manochecr Rashidian (2005)	Variabel terdiri dari Dow Jones Islamic Market Index, T-Bills, dan Wilshire 5000 Index	Uji Kointegrasi	Tingkat risiko yang ditunjukkan oleh DJIMI lebih rendah apabila dibandingkan dengan indeks Wilshire 5000 ,kemudian dengan uji kointegrasi menunjukkan tidak ada korelasi dinamis jangka panjang, yang saling mempengaruhi kedua indeks tersebut, karena itu dapat diartikan indeks berjalan secara independen satu sama

			lain
--	--	--	------

2.2.1. Korelasi Penelitian Terdahulu dengan Variabel-variabel Penelitian

Dari rekam jejak penelitian-penelitian terdahulu tersebut, maka dapat ditemukan keterkaitan variabel-variabel yang akan diteliti dalam penelitian ini, yaitu Indeks syariah yang direpresentasikan oleh Jakarta Islamic Indeks, kemudian indeks konvensional yang diwakili oleh Indeks Harga Saham Gabungan, serta variabel eksogen berupa tingkat bunga instrumen bebas risiko, yaitu Sertifikat Bank Indonesia (SBI). Keterkaitan dengan penelitian terdahulu tersebut, dapat dijabarkan sebagai berikut:

1. Indeks syariah : Merupakan indeks yang berjalan independen dan tidak berkaitan dengan indeks konvensional, serta tidak ada korelasi jangka pendek maupun jangka panjang dengan indeks konvensional tersebut (Hakim dan Rashidian, 2005), sedangkan apabila dikaitkan dengan instrumen makroekonomi seperti tingkat bunga, misalnya SBI tidak berpengaruh signifikan terhadap return dan beta saham syariah (Auliyah dan Hamzah, 2006), bahkan tingkat bunga SBI tersebut tidak berkaitan dengan tingkat bagi hasil pada instrumen syariah (Hardianto, 2005)
2. Indeks konvensional : Merupakan indeks yang dipengaruhi oleh banyak faktor, misalnya seperti karakteristik perusahaan, instrumen makroekonomi, tingkat suku bunga dan kurs rupiah terhadap US Dollar, sehingga sangat fluktuatif, dan hal ini juga berpengaruh terhadap return dan beta (risiko) saham syariah. (Hamzah,2005) dan (Auliyah dan Hamzah, 2006).

3. Tingkat suku bunga SBI : Merupakan salah satu instrumen makroekonomi, yang berfungsi menjadi indikator kebijakan moneter tentang inflasi. Variabel ini dapat mempengaruhi indikator-indikator perekonomian lain, misalkan seperti indeks bursa (Hakim dan Rashidian, 2005) serta tingkat suku bunga bank konvensional (Hardianto, 2005).
4. Kinerja indeks : Dalam penelitian sebelumnya, kinerja indeks dilihat dari faktor return dan risiko (*beta*). Hal ini terlihat pada penelitian Aruzzi dan Bandi (2003), kemudian Hamzah (2004), Auliyah dan Hamzah (2006) serta Hakim dan Rashidian (2005). Menurut Hakim dan Rashidian, dengan berbagai persyaratan untuk dapat dimasukkan ke dalam kriteria emiten indeks syariah, menjadikan indeks tersebut mempunyai kinerja yang lebih baik, dalam sisi return, maupun risikonya.

2.3 Kerangka Pemikiran

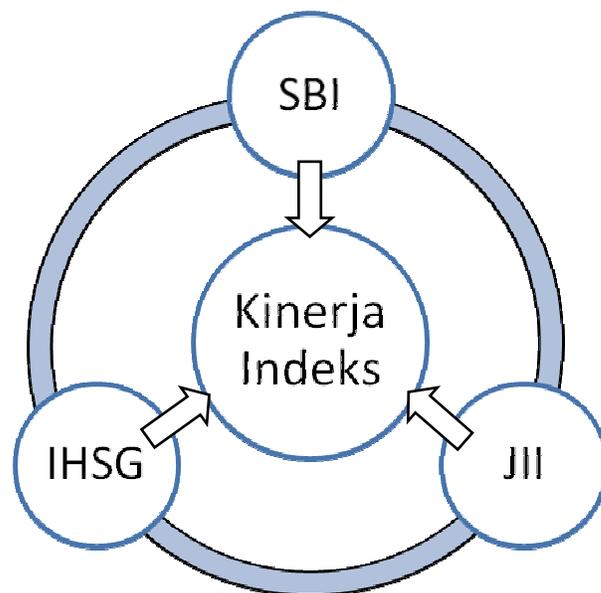
Berdasarkan ikhtisar dari penelitian-penelitian terdahulu tersebut, maka kerangka pikir dalam penelitian ini hendak menjelaskan mengenai bagaimana perbandingan kinerja indeks syariah dan indeks konvensional di Indonesia, yang dalam hal ini direpresentasikan oleh Jakarta Islamic Indeks (JII) sebagai indeks syariah, kemudian Indeks Harga saham Gabungan (IHSG) yang mewakili indeks konvensional.

Perubahan nilai indeks juga dipengaruhi berbagai faktor harga saham di pasar modal dapat dipengaruhi oleh banyak faktor, seperti yang diungkapkan oleh Mishkin (1999:108) dalam teori *portofolio choice* menyatakan faktor yang mempengaruhi

permintaan surat berharga (saham) adalah *wealth, expected return, interest rate, expected inflation, riskness of bond* dan likuiditas dari surat-surat berharga. Sedangkan penawarannya dipengaruhi oleh *expected profitability, expected inflation, dan government activities*. Untuk lebih memfokuskan masalah, penelitian hanya dibatasi pada faktor tingkat bunga yang direpresentasikan oleh tingkat bunga SBI jangka waktu 1 bulan sebagai variabel yang dianggap bebas risiko dan salah satu indikator pertumbuhan ekonomi serta alternatif investasi selain di saham.

Dalam penelitian Hakim dan Rashidian (2005) juga dibahas mengenai hubungan jangka pendek dan jangka panjang serta kausalitas antara kedua indeks yang berlainan tersebut (konvensional dan syariah), dimana ternyata ditemukan tidak ada hubungan yang saling mempengaruhi antara keduanya. Berdasarkan hal tersebut, penelitian ini ingin mencoba menerapkannya pada indeks syariah di Indonesia, yaitu JII dan IHSG sebagai indeks konvensional, dan bagaimana keterkaitan, dan kausalitas antara keduanya.

Untuk lebih menjabarkan apa yang menjadi pengamatan penelitian, maka dapat dijelaskan pada model kerangka pemikiran dibawah ini:



Gambar 2.1

Model Kerangka Pemikiran

2.4 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan kerangka pemikiran serta uraian dan tujuan penelitian ini, maka dapat dirumuskan hipotesa penelitian yang akan dibuktikan dalam penelitian ini, yaitu sebagai berikut:

- H1 = Terdapat perbedaan tingkat risiko antara JII dengan IHSG dan JII cenderung lebih tinggi daripada IHSG.
- H2 = Kinerja return masing-masing indeks berbeda, meskipun bergerak secara paralel, JII cenderung mempunyai return yang lebih baik dibandingkan IHSG.
- H3 = Terdapat hubungan kointegrasi dan *long-term relationship* diantara variabel-variabel penelitian, baik JII vs IHSG; JII vs SBI; IHSG vs SBI dan JII vs IHSG vs SBI.
- H4 = Terdapat hubungan kausalitas dan *short-term relationship* diantara variabel-variabel penelitian seperti di atas.

BAB III

METODE ANALISIS PENELITIAN

3.1. Ruang Lingkup Penelitian

Dalam penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif atau dengan menggunakan prosedur penelitian yang menghasilkan data perhitungan serta interpretasi hasil analisis dari masalah yang diamati.

Penelitian ini pada dasarnya menganalisis hubungan dinamis antar variabel runtun waktu, dalam hal ini adalah nilai JII dan IHSG, dalam jangka pendek maupun jangka panjang dan pengaruh tingkat bunga SBI jangka waktu 1 bulan terhadap kedua variabel tersebut. Periode pengamatan ditentukan pada periode April 2005 – Juli 2007, dikarenakan pada periode tersebut terjadi fluktuasi tingkat bunga yang cukup signifikan dari bulan April 2005 yang hanya 7,53%, kemudian mencapai 12,75% pada awal tahun 2006, untuk kemudian turun lagi di awal tahun 2007. Pemilihan periode ini juga didasari mulai berkembangnya prinsip syariah dalam pasar modal dan keuangan yang semakin *booming* di masyarakat.

3.2. Jenis dan Sumber Data

Sesuai dengan lingkup dan masalah penelitian ini, maka data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu nilai penutupan JII dan IHSG setiap harinya serta tingkat bunga SBI jangka waktu 1 bulan yang diterbitkan secara mingguan oleh Bank Indonesia.

Data dapat diperoleh dari situs BEJ (www.jsx.go.id) untuk JII dan IHSG, sedangkan untuk tingkat bunga SBI dapat diperoleh dari rilis situs Bank Indonesia, yaitu www.bi.go.id.

3.3. Populasi dan Sampling

1) Populasi

Populasi ini meliputi tingkat bunga SBI jangka waktu 1 bulan, dan nilai Jakarta Islamic Indeks serta IHSG di Bursa Efek Indonesia.

2) Sampel

Sampel dari penelitian ini adalah nilai penutupan JII dan IHSG selama 3 tahun setiap harinya mulai bulan April 2005 sampai Juli 2007. Sedangkan sampel untuk SBI adalah tingkat bunga yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia setiap hari Rabu, pada periode di atas. Sampel yang diambil tersebut dianggap mewakili gambaran mengenai kondisi perekonomian serta pergerakan arah ekonomi Indonesia pada saat tersebut.

Pemilihan sampel dengan alasan; (1) sampel mewakili nilai dari JII dan IHSG yang mengambang pada bursa efek pada periode tersebut, (2) data yang digunakan dalam model Johansen dibutuhkan data yang relatif besar, yaitu minimal 28 lag atau hari perdagangan (Hakim & Rashidian, 2005)

3.4. Definisi Operasional Variabel

Definisi operasional merupakan penjelasan operasional dari variabel-variabel yang akan digunakan dalam penelitian agar didapat gambaran yang jelas mengenai

permasalahan dan data-data yang digunakan. Berdasarkan pada uraian-uraian sebelumnya, maka dapat dijelaskan variabel-variabel berikut:

1. Nilai harian Jakarta Islamic Indeks (JII)

Variabel tak bebas berikut ini merupakan nilai penutupan harian dari hari perdagangan Jakarta Islamic Indeks di BEJ. Nilai ini didapat dari pergerakan emiten yang menjadi anggota JII, yakni 30 emiten yang telah terseleksi memenuhi kriteria JII.

2. Nilai harian Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Nilai harian IHSG didapat dari nilai penutupan harian dari hari perdagangan seluruh emiten yang terdapat dalam BEJ, dimana IHSG merupakan indikator utama pergerakan semua saham yang terdapat di BEJ.

3. Tingkat bunga SBI jangka waktu 1 bulan

Tingkat bunga SBI merupakan tingkat bunga yang ditetapkan oleh BI melalui mekanisme Rapat Dewan Gubernur BI, yang dijadikan sebagai *benchmark* dan tingkat bunga standar bagi bank-bank umum di Indonesia, yang dikeluarkan setiap minggunya.

3.5. Metodologi Penelitian

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah Uji Kointegrasi dan Model Vektor Koreksi Kesalahan (*Vector Error Correction Model*) yakni untuk melihat hubungan antara dua variabel non-stasioner dalam jangka pendek dan jangka panjang. Data dan model yang digunakan adalah dalam bentuk Ln (semilog), dimana hasil

estimasi bisa menunjukkan elastisitas. Karena hasil pengukuran dalam satuan yang sama, yaitu dalam bentuk prosentase, sehingga hubungan antar variabel lebih rasional.

Sebagian besar analisis ekonomi berkaitan dengan analisis runtut waktu (*time series*) yang sering diwujudkan oleh hubungan antara perubahan suatu besaran ekonomi pengaruhnya terhadap gejala dan perilaku ekonomi di saat lain. Hubungan ini dirumuskan dalam Model Linier Dinamik (MLD), pada dasarnya MLD lebih ditekankan pada struktur dinamis jangka pendek (*short run*). Selain itu, teori ekonomi tidak banyak bercerita tentang model dinamik, tetapi lebih memusatkan pada perilaku variabel jangka panjang. Di lain pihak, banyak peneliti terkecoh dengan sindrom R^2 , dimana tingginya R^2 hasil estimasi adalah *warning* bahwa hasil estimasi tersebut terkena regresi lancung (*spurious regression*). Berhubungan dengan hal tersebut, ada 2 metode untuk menghindari regresi lancung, yaitu sebagai berikut:

1. Tanpa uji stasioneritas data, yaitu dengan membentuk Model Linier Dinamik seperti: Model Autoregresif Distributed Lag (*Autoregressive Distributed Lag Model*), Model Penyesuaian Parsial (*Parsial Adjustment Model*), Model Cadangan Penyangga (*Buffer Stock Model*) dan lain-lain.
2. Dengan menggunakan uji stasioneritas atau menggunakan pendekatan kointegrasi (*cointegration approach*). Pendekatan ini pada dasarnya merupakan uji terhadap teori dan merupakan bagian penting dalam perumusan dan estimasi MLD.

Dengan dasar teori dan data-data, maka penelitian ini menggunakan beberapa tahapan analisis, antara lain:

A. Statistik Deskriptif dan Sharpe Ratio.

Untuk memberikan gambaran atau deksripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, maksimum, minimum, *sum*, *range*, kurtosis dan *skewness* (kemencengan distribusi), sedangkan *Sharpe Ratio* merupakan pengukuran untuk melihat suatu kinerja portofolio yang telah memperhitungkan risiko sistematis didalamnya (*risk adjusted*) atau rasio yang menunjukkan seberapa besar excess return dari suatu portofolio dibandingkan dengan tingkat risiko yang ditanggungnya

B. Uji akar-akar unit dan derajat integrasi (*unit root test*).

Untuk menganalisis, apakah data yang digunakan mengandung akar unit atau tidak, hal ini untuk mengetahui data bersifat stasioner atau tidak.

C. Uji Kointegrasi

Untuk mengetahui, apakah variabel-variabel yang diteliti memiliki hubungan satu sama lain dalam jangka panjang.

D. Analisis Vektor *Error Correction Model (VECM)*.

Untuk menganalisis korelasi dinamis antara variabel dan hubungan jangka pendek yang terjadi di antara variabel tersebut.

3.5.1. Statistisk Deskriptif dan *Sharpe Ratio*

Statistik deskriptif adalah cabang dari statistik yang berhubungan dengan penggambaran atau peringkasan data penelitian, sehingga data tersebut mudah dipahami. Menurut Purbayu dan Ashari (2000:19), penggambaran data ini bertujuan untuk memberikan petunjuk yang lebih baik atas data penelitian.

Ukuran-ukuran yang ada pada statistik deskriptif meliputi ukuran pemusatan yang merupakan ukuran pemusatan data di sekitar pusat data. Ukuran ini terdiri dari rata-

rata, median, dan modus. Sedangkan ukuran yang lain adalah ukuran penyebaran yang merupakan ukuran penyebaran data dari pusat data atau rata-rata. Ukuran penyebaran ini meliputi varian, deviasi standar, range, *mean absolute deviation (MAD)*, *mean absolute percentage error (MAPE)*.

Pengukuran risiko dalam penelitian ini memakai statistik deskriptif dimana dipakai ukuran standar deviasi sebagai representasi tingkat risiko masing-masing variabel, yaitu JII, IHSG dan SBI.

Sedangkan pengukuran dengan memakai *Sharpe Ratio* bertujuan untuk memperhitungkan *excess return* yang didapat sebuah portofolio asset dengan mempertimbangkan risiko sistematis sebagai tingkat minimum risiko yang dapat diperoleh bagi suatu portofolio melalui diversifikasi sejumlah besar aktiva yang dipilih secara acak.

3.5.2. Uji Akar Unit (*Unit Root Test/Augmented Dicket Fuller*)

Pengujian terhadap perilaku data runtun waktu (*time series*) atau integrasinya dapat dipandang sebagai uji prasyarat bagi uji integrasi. Maka sebelum dilakukan uji kointegrasi harus diamati perilaku data *time series* yang digunakan dengan menggunakan uji akar-akar unit dan uji derajat integrasi agar dapat diketahui apakah data yang digunakan stasioner atau tidak.

Data dikatakan stasioner jika rata-rata dan varians data tersebut konstan dari waktu ke waktu dan nilai kovarian diantara dua periode waktu bergantung hanya pada jarak atau kelambanan antara dua periode waktu tersebut. Selain itu data yang terlalu besar selama periode observasi dan memiliki kecenderungan mendekati nilai rata-

ratanya. Jika data yang digunakan tidak stasioner, maka dalam proses regresi akan dihasilkan regresi yang *spurious* (lancung/semrawut), selain itu koefisien regresi penaksir menjadi tidak efisien. Uji stasioneritas dapat menggunakan uji akar unit Dickey-Fuller yang memiliki tujuan (Aliman,2000), yaitu:

1. Untuk mengidentifikasi apakah data mengandung trend/tidak
2. Untuk mengidentifikasi apakah data yang digunakan stasioner/tidak

Uji akar-akar unit dapat dipandang sebagai uji stasioneritas, karena pada prinsipnya uji tersebut dimaksudkan untuk mengamati apakah koefisien tertentu dari model autoregresi yang ditaksir mempunyai nilai satu atau tidak. Ide dasar uji stasioneritas ini adalah jika $\rho=1$, maka variabel random (stokastik) Y mempunyai akar unit (*unit root*). Jika data time series mempunyai akar unit maka dikatakan data bergerak secara random (*random walk*), sehingga data tidak stasioner. Oleh karena itu jika $\rho=0$ dan $\rho=1$ data tidak stasioner, tapi jika nilai ρ negative maka Y adalah stasioner.

Model uji stasioner Dickey-Fuller yang digunakan untuk menentukan stasioner/tidaknya data time series dengan regresi model berikut ini:

$$\Delta Y_t = \rho Y_{t-1} + e_t \dots \dots \dots (3.1)$$

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \rho Y_{t-1} + e_t \dots \dots \dots (3.2)$$

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \rho Y_{t-1} + e_t \dots \dots \dots (3.3)$$

Dimana :

$$\Delta Y_t = Y_t - Y_{t-1}; \rho = (\rho-1); t = \text{trend}$$

Asumsi dari persamaan diatas adalah residual e_t tidak saling berhubungan. Dalam banyak kasus residual e_t seringkali saling berhubungan dan mengandung autokorelasi.

Dickey-Fuller selanjutnya mengembangkan uji akar unit dengan memasukkan unsur autokorelasi yang dikenal dengan Augmented Dickey Fuller (ADF). Formulasi DF adalah sebagai berikut:

$$(Pure\ Random\ Walk)\ \Delta Y_t = \delta_1 Y_{t-1} + b_1 \sum_{i=1}^k \delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (3.4)$$

$$(Pure\ With\ Drift)\ \Delta Y_t = a_1 + \delta_1 Y_{t-1} + b_1 \sum_{i=1}^k \delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (3.5)$$

$$(Pure\ With\ Drift\ and\ Trend)\ \Delta Y_t = a_1 + a_{2t} + \gamma_1 Y_{t-1} + \delta_1 Y_{t-1} + b_1 \sum_{i=1}^k \delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \dots \dots (3.6)$$

Dimana:

$\varepsilon_t =$ white noise error, $\delta = (\rho - 1)$ dan Δ adalah first difference operator sebagai contoh:

$$\Delta Y_{t-1} = Y_{t-1} - \Delta Y_{t-2}, \Delta Y_{t-2} = Y_{t-2} - \Delta Y_{t-3}$$

Perbedaan dari ketiga persamaan diatas menunjukkan keberadaan trend deterministik, yaitu a_1 dan a_{2t} . Dari persamaan diatas lalu dihitung nilai statistik DF (Dickey-Fuller) dan ADF (Augmented Dickey Fuller). Kemudian nilai statistik DF dan ADF dibandingkan dengan nilai kritisnya dengan ketentuan sebagai berikut:

DF(ADF) stat < DF (ADF) kritis : Terima H_0 , non stasioner.

DF (ADF) stat > DF (ADF) kritis : Tolak H_0 , stasioner.

Jika sebagian atau seluruh data tidak stasioner, maka perlu dilanjutkan pada uji derajat integrasi. Uji ini dilakukan sebagai konsekuensi dari tidak terpenuhinya asumsi stasioneritas pada derajat nol atau $I(0)$. Pada uji ini, data didiferensiasikan pada derajat tertentu sampai semua data menjadi stasioner pada derajat yang sama. Uji ini untuk mengetahui pada derajat atau order diferensi ke berapa data yang diamati akan stasioner.

Dari hasil estimasi diatas, data yang stasioner pada derajat integrasi yang sama antara variabel satu dengan yang lain, memungkinkan untuk saling berkointegrasi.

Dalam pengujian stasioneritas data, uji ADF berdasarkan pada nilai *Schwarz Information Criterion (SIC)* yang terbesar. Semakin besar *Schwarz Information Criterion* akan didapat model yang semakin signifikan. Model dengan *Schwarz Information Criterion* terbesar berarti model tersebut mempunyai lag yang optimum.

Dalam penelitian ini, *unit root test* dilakukan untuk mengetahui proses non-stasioner pada ketiga variabel, yaitu JII, IHSG dan SBI. Dengan menunjukkan proses non-stasioner, pergerakan indeks tersebut terjadi secara *random* (acak) dan *unpredictable* (tidak dapat diprediksi), dalam statistik proses ini disebut *white noise*. Dalam penelitian-penelitian sebelumnya, proses non-stasioner menunjukkan efisiensi pasar, dan secara khusus menunjukkan bagaimana efisiensi indeks JII berjalan untuk melakukan tahap penelitian selanjutnya, yaitu uji kointegrasi.

3.5.3 Uji Kointegrasi

Pada prinsipnya, pendekatan kointegrasi berkaitan erat dengan pengujian terhadap kemungkinan adanya hubungan keseimbangan jangka panjang antara variabel-variabel ekonomi seperti yang dikehendaki oleh teori ekonomi. Dalam konsep kointegrasi, dua atau lebih variabel (*series*) non-stasioner akan terkointegrasi bila kombinasinya juga linier sejalan dengan berjalannya waktu, meskipun bisa terjadi masing-masing variabelnya bersifat non stasioner. Bila variabel (*series*) tersebut terkointegrasi maka terdapat hubungan yang stabil dalam jangka panjang, bila dua seri non stasioner yang terdiri atas X_t dan Y_t terkointegrasi, maka ada representasi khusus sebagai berikut:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_t + \varepsilon \dots\dots\dots(3.7)$$

Sedemikian rupa hingga ε_t (*error term*) stasioner, I(0). Adanya kemungkinan dari kombinasi linier variabel-variabel yang terintegrasi menjadi stasioner, variabel-variabel tersebut dinyatakan berkointegrasi.

Equilibrium jangka panjang dari himpunan variabel-variabel (*static equilibrium*), direpresentasikan dalam persamaan berikut:

$$\beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \dots + \beta_n X_{nt} = 0e_t = \beta' x_t \dots \dots \dots (3.8)$$

apabila keseimbangan (*equilibrium*) baik, maka hal itu pasti merupakan kasus dimana error stasioner.

Dalam uji kointegrasi diasumsikan bahwa terdapat satu himpunan variabel yang tersusun secara runtut waktu (*time series*) berupa variabel X_t , komponen dari vektor X_t , dikatakan berkointegrasi pada order (d,b) atau ditulis dengan $X_t (d,b)$, apabila:

1. Seluruh komponen dari X_t terintegrasi pada orde d
2. Terdapat vektor β' yang didapat dari kombinasi linear $\beta' X_t$ dari orde (d,b), dimana $b > 0$ (β' disebut vektor kointegrasi), sehingga jika $X=I(1)$ dan $Y=I(2)$ maka tidak terkointegrasi.

Jika dua variabel atau lebih mempunyai derajat kointegrasi yang berbeda, maka kedua variabel tersebut dikatakan tidak berkointegrasi. Dari uraian-uraian tersebut, dapat diambil beberapa poin kunci dari konsep kointegrasi, antara lain:

- (i) Kointegrasi merupakan kombinasi linier dari variabel-variabel yang tidak stasioner.
- (ii) Semua variabel harus terintegrasi dalam order yang sama
- (iii) Apabila X_t mempunyai n komponen, maka diduga terdapat n-1 vektor kointegrasi independent yang berhubungan linier.

Untuk menguji hipotesa nol tidak adanya kointegrasi, digunakan uji kointegrasi dan ADF ditaksir dengan regresi kointegrasi dengan metode kuadrat terkecil (*Ordinary Least Square=OLS*) dan kemudian didapatkan residual.

Dalam penelitian ini, uji kointegrasi dimaksudkan untuk hubungan keterkaitan antara variabel-variabel yang terkointegrasi, hal ini berdasarkan pendapat Engle dan Granger (1987) dan tahap-tahap penelitian dari metode Johansen dan Juselius (1990). Dengan metode tersebut, diamati hubungan kointegrasi diantara ketiga variabel, JII, IHSG dan SBI dalam trivariat dan bivariat, yaitu:

Trivariat : {JII, IHSG, SBI}

Bivariat : {JII, IHSG}, {JII, SBI}, {IHSG,SBI}

Hasil kointegrasi tersebut dibandingkan dengan menggunakan nilai kritis berdasarkan prosedur Akaike Information Criterium (AIC) yang menyarankan minimal terdapat 28 lag atau hari perdagangan dari ketiga variabel tersebut. Dari metode ini akan terlihat apakah ada vektor kointegrasi yang menghubungkan variabel tersebut, untuk kemudian diuji hubungan saling mempengaruhinya dengan memakai tahapan selanjutnya, yaitu Vektor *Error Correction Model* (VECM).

3.5.4 Model Vektor Koreksi Kesalahan (Vektor *Error Correction Model*)

Pendekatan keberadaan kointegrasi ini dilakukan dengan metode Johansen atau Engel-Granger. Jika variabel-variabel tidak berkointegrasi, kita dapat menerapkan VAR standar yang hasilnya akan identik dengan OLS, setelah memastikan variabel tersebut sudah stasioner pada derajat (ordo) yang sama. Jika pengujian membuktikan terdapat

vektor kointegrasi, maka akan diterapkan ECM untuk *single equation* atau VECM untuk *system equation*.

Derivasi vektor *error correction model* (VECM) didasarkan pada teorema Johansen (1988). Misalkan $\{Z\}$ adalah tingkat derajat VAR ke-p dan $Z_t = \{Y:X\}$, dimana Y adalah vektor variabel endogen dan X adalah vektor variabel eksogen. Hal ini dapat dinyatakan sebagai berikut:

$$Z_t = \sum_{i=1}^p \Pi_i Z_{t-i} + \Psi_y W_t + \partial_0 + \varepsilon_t \dots\dots\dots(3.9)$$

dimana $\varepsilon_t =$ Gaussian error term

$W_t =$ vektor variabel-variabel stasioner

Satu vektor time series Z_t mempunyai representasi error correction jika ia dapat diekspresikan sebagai berikut:

$$\Delta Z_t = \sum \Gamma_i \Delta Z_{t-1} + \prod_{i=1}^{p-1} Z_{t-p} + \Psi_y w_t + \partial_0 + \varepsilon_t \dots\dots\dots(3.10)$$

Dimana:

$$\Gamma_i = -I + \Pi_1 + \dots + \Pi_i \quad (i=1,2,\dots,p-1)$$

$$\Pi = -(I - \Pi_1 - \dots - \Pi_p) = \alpha\beta'$$

$$\varepsilon_t = \begin{bmatrix} \varepsilon_{yt} \\ \varepsilon_{xt} \end{bmatrix}, \quad a_0 = \begin{bmatrix} a_{y0} \\ a_{x0} \end{bmatrix}, \quad \Pi = \begin{bmatrix} \Pi_y \\ 0 \end{bmatrix}, \quad \Gamma_i = \begin{bmatrix} \Gamma_{yi} \\ \Gamma_{xi} \end{bmatrix}$$

Ada dua cara untuk mengestimasi persamaan regresi yakni: Pertama, Johansen memberikan prosedur *unified maximum likelihood* yang mana α dan β didapat dari dekomposisi matrik Π . Kedua, Engle dan Granger (1987) mengajukan dua langkah estimasi menggunakan regresi kointegrasi sehingga $\beta'Z_{t-1}$, residual estimasi (*estimated*

residual) dimasukkan pada persamaan regresi di atas. Penelitian ini akan mengadopsi prosedur Johansen.

Satu restriksi yang akan dimasukkan ke dalam model estimasi VEC yakni pada koefisien jangka panjangnya (β). Model teoritis menunjukkan bahwa β bukan *matrik full rank*. Dikarenakan ukuran sampel yang kecil, pemasukan semua variabel-variabel *lag first difference* dalam masing-masing persamaan dalam VEC akan mengurangi secara signifikan *degree of freedom*. Oleh karena itu, untuk mengatasi masalah tersebut, prosedur yang akan ditempuh adalah seperti yang disarankan oleh Sugema (1992), yakni model akan dibagi dalam beberapa blok, selanjutnya variabel-variabel yang dimasukkan ke dalam model berdasarkan pada model teoritisnya. Berdasarkan pembagian tersebut maka dibentuk tiga blok dalam VEC yakni JII, IHSG dan SBI. Walaupun demikian titik tekan analisis adalah pada JII dan IHSG saja dimana SBI dilihat sebagai variabel eksogenus yang mempengaruhi variabel-variabel yang ada dalam JII dan IHSG. Ketiga variabel tersebut dirumuskan dengan formula sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 (1) \quad \Delta(JII) &= \partial_0 + \partial_1 L\Delta(JII) + \partial_2 L\Delta(IHSG) + \partial_3 L\Delta(SBI) + \partial_4 LEC + e_1 \\
 (2) \quad \Delta(IHSG) &= b_0 + b_1 L\Delta(JII) + b_2 L\Delta(IHSG) + b_3 L\Delta(SBI) + b_4 LEC + e_2 \\
 (3) \quad \Delta(SBI) &= c_0 + c_1 L\Delta(JII) + c_2 L\Delta(IHSG) + c_3 L\Delta(SBI) + c_4 LEC + e_3 \dots(3.11)
 \end{aligned}$$

Dimana:

L = operasi lag (LZ= Z_{t-1}), EC adalah koefisien koreksi kesalahan (*error correction term*), e adalah koefisien gangguan (*disturbance term*) dan Δ merupakan *first difference order* yang digunakan untuk mengurangi stasioneritas variabel.

Tidak seperti prosedur lainnya, metode Johansen mengintegrasikan persamaan dinamik jangka panjang dan jangka pendek dalam satu kesatuan sekaligus. Pertama, dengan melihat hubungan kausalitas melalui variabel independen yang di lag (untuk melihat hubungan jangka pendek) dan hubungan kausalitas tambahan melalui hubungan koreksi kesalahan (*error correction channel*), untuk melihat hubungan jangka panjang.

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1. Uji Hipotesis I dan II/ Deskripsi Statistik dan *Sharpe Ratio*

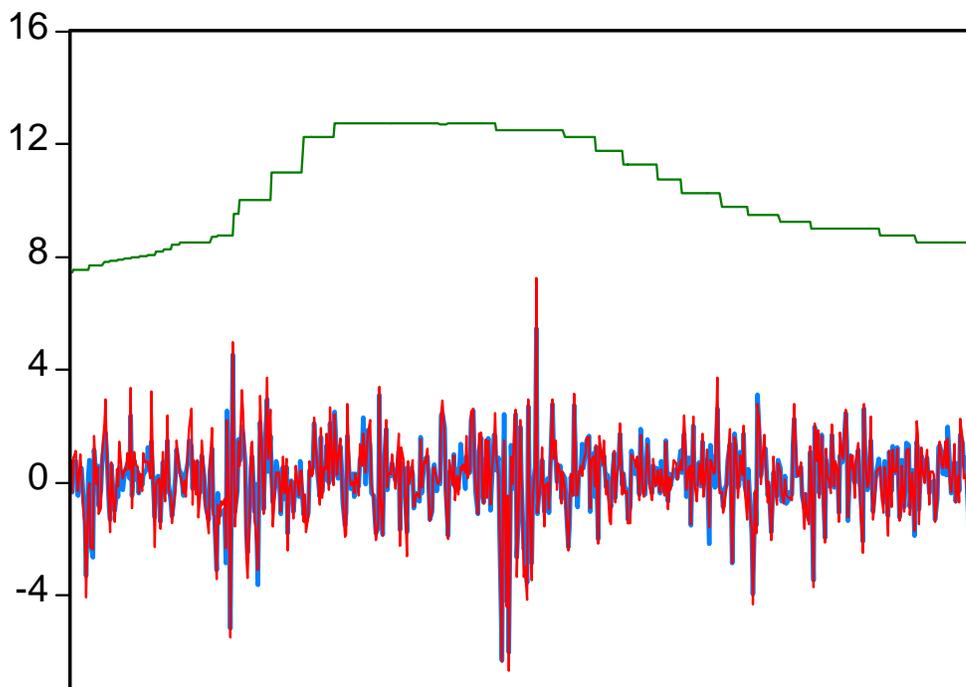
Penelitian ini bertujuan untuk menguji kointegrasi dari indeks JII, IHSG dan tingkat suku bunga deposito di pasar model BEJ. Data yang digunakan adalah data runtut waktu harian yang terhitung sejak tanggal 1 April 2005 hingga 31 Juli 2007 yang diperoleh dari publikasi statistik lembaga-lembaga berikut: Bank Indonesia (BI) dan Bursa Efek Jakarta. Untuk menyamakan satuan pengukuran terhadap ketiga variabel tersebut, maka untuk indeks JII dan IHSG dirubah dalam bentuk *return* (dalam persen). Adapun rincian variabel, data yang digunakan, Hasil penghitungan dapat dilihat pada Tabel 4.1.

Tabel 4.1
Statistik Deskriptif

Statistik	IHSG	JII	SBI
Annualized Mean	1,68%	1,80%	10.39%
Annualized Median	2,64%	2,76%	10.00%
Daily Maksimum	5.47%	7.24%	12.75%

Daily Minimum	-6.31%	-6.68%	7.44%
Annualized Std. Deviasi	4,26%	4,92%	6,20%
Sharpe Ratio	-204,42%	-174,63%	-

Tabel 4.1 menunjukkan deskripsi statistik dari sampel data. Dalam *tabel* tersebut menunjukkan bahwa *return* IHSG terendah adalah sebesar $-6,31\%$ dan tertinggi mencapai $5,47\%$. Sedangkan, pada JII *return* indeks terendah adalah sebesar $-6,68$ dan *return* JII tertinggi mencapai $7,24\%$. Sedangkan SBI bulanan selama periode penelitian rata-rata adalah sebesar $10,39\%$ per tahun dengan SBI terendah sebesar $7,44\%$ dan SBI tertinggi adalah sebesar $12,75\%$. Untuk penggambaran deskripsi statistik IHSG dan JII serta SBI dapat dilihat pada diagram berikut:



4.1.1 Pembahasan Uji Hipotesis I dan II

Untuk penghitungan risiko, yang direpresentasikan melalui standar deviasi per tahun (*annualized standard deviation*), JII terlihat lebih berisiko dibandingkan dengan IHSG, yaitu 4,92% berbanding 4,26%. Hal ini cukup mengejutkan, karena mengingat karakteristik kedua indeks tersebut, seharusnya diasumsikan IHSG dengan komposisi emiten yang lebih beragam mempunyai risiko yang lebih besar, ternyata pada kenyataannya JII yang mempunyai komposisi emiten lebih sedikit mempunyai risiko yang relatif lebih besar. Dengan hasil penelitian ini, hipotesis pertama yaitu:

H1= Terdapat perbedaan tingkat risiko antara JII dengan IHSG dan JII cenderung lebih tinggi daripada IHSG.

Hipotesis ini terbukti.

Hasil yang tidak biasa ini didukung juga dengan performa indeks melalui penghitungan *Sharpe Ratio* untuk mencari *excess return* yang dimiliki masing-masing indeks, semula diperkirakan JII akan lebih rentan terhadap sentiment negatif dan berdampak pada kinerja *returnnya*.

Namun, statistik mengindikasikan JII lebih kompetitif dibandingkan dengan IHSG, dengan penghitungan *Sharpe Ratio* untuk JII -174,63% (hal ini berarti atas 1% risiko yang ditanggung, besarnya *excess return* JII yang diterima investor adalah -174,63%) berbanding dengan IHSG pada angka -204,42%.

Penghitungan ini mengindikasikan kinerja JII lebih baik dibandingkan dengan IHSG.

Dengan begitu hipotesis kedua, yaitu:

H2 = Kinerja return masing-masing indeks berbeda, meskipun bergerak secara paralel,

JII cenderung mempunyai return yang lebih baik dibandingkan IHSG.

Hipotesis ini terbukti.

4.2. Analisis Data

4.2.1. Uji Unit Root

Langkah awal dari penelitian data *time series* adalah dengan menguji stasioneritas dari masing-masing variabel. Pengujian stasioneritas masing-masing variabel diuji dengan menggunakan Uji ADF (*Augmented Dickey Fuller*). Pengujian ini berdasarkan pada nilai *Schwarz Information Criterion (SIC)* yang terbesar. Semakin besar *Schwarz Information Criterion* akan didapat model yang semakin signifikan. Model dengan *Schwarz Information Criterion* terbesar berarti model tersebut mempunyai lag yang optimum. Langkah selanjutnya adalah membandingkan antara nilai t-statistik dengan nilai kritis (*critical value*) 95% dan 99%. Jika nilai t-statistik lebih besar dari *critical value* maka data stasioner I(0) berarti dapat dilakukan analisis hanya dengan pendekatan VAR saja tetapi apabila lebih kecil dari *critical value* maka data non stasioner. Hasil pengujian unit root menunjukkan semua variabel yang digunakan dalam model penelitian menunjukkan stasioner pada I(1). Hasil pengujian unit root dari masing-masing variabel ditunjukkan pada tabel berikut ini.

Tabel 4.2

Hasil pengujian *unit root*

Ho : Satu <i>unit root</i> vs H1 : Tidak ada <i>unit root</i>		
ADF Test Statistik	I(0)	I(1)

		<i>First difference</i>
IHSG	-22.08992 **	-14.47704 **
JII	-21.81302 **	-14.12836 **
SBI	-1.269349	-23.82035 **
Critical Value		
1%	-3.441593	
5%	-2.866392	

Keterangan :

I(0) : Uji *unit root* pada derajat nol

I(1) : Uji *unit root* pada derajat 1 (*first difference*)

* : Signifikan pada 5%

** : Signifikan pada 1%

Hasil pengujian diatas menunjukkan bahwa tidak semua variabel stasioner pada Level nol.

Untuk itu uji *unit root* dilanjutkan pada level *first difference* (level 1). Hasil pengujian unit root pada level 1 menunjukkan bahwa semua variabel signifikan setidaknya pada 5%. Dalam hal ini pengujian kointegrasi akan sangat dibutuhkan untuk mendapatkan bahwa stasioneritas variabel secara bersama-sama

Untuk melihat apakah data time-series tersebut stokastik, dengan uji unit root (Augmented Dickey Fuller) yang terlihat pada table 4.2. Sesuai dengan dugaan, hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa JII merupakan proses non-stasioner, dimana pergerakan indeks dari waktu ke waktu bergerak secara acak dan tidak dapat diprediksikan (*white noise*). Dalam literatur pasar modal, proses ini diterjemahkan sebagai tanda efisiensi sebuah pasar. Sedangkan untuk IHSG dan SBI, dari beberapa

pengamatan terdahulu sudah dibuktikan sebagai data stokastik. Untuk ketiga data *time-series* indeks (JII, IHSG dan SBI), hasil tes ini menolak hipotesis nol bahwa stasioner terjadi pada *level*, namun terjadi setelah data dilakukan *first order difference* (lag satu) atau I(1).

4.2.2. Menentukan *Optimum Lag*

Karena hasil dari uji kointegrasi sensitif terhadap struktur lag yang dipilih, maka akan ditentukan terlebih dahulu struktur lag yang sesuai. Penentuan optimum lag menggunakan nilai *Akaike Information Criterion (AIC)* dari model VAR. Nilai AIC terendah menunjukkan jumlah lag yang paling optimal untuk penelitian. Hasil pengujian diperoleh sebagai berikut :

Tabel 4.3

Hasil pengujian jumlah lag optimal

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-2277.799	NA	0.702334	8.160284	8.183502	8.169351
1	-663.8073	3204.886	0.002252*	2.417915*	2.510784*	2.454181*
2	-656.0408	15.33843	0.002262	2.422328	2.584849	2.485794
3	-648.7596	14.30183	0.002276	2.428478	2.660651	2.519143
4	-643.2257	10.81044	0.002305	2.440879	2.742704	2.558743
5	-636.0791	13.88411	0.002320	2.447510	2.818986	2.592574
6	-632.2554	7.387495	0.002364	2.466030	2.907158	2.638293
7	-625.8661	12.27562	0.002386	2.475371	2.986151	2.674833
8	-620.3965	10.45002	0.002416	2.488002	3.068433	2.714663
9	-613.7444	12.63772	0.002437	2.496402	3.146486	2.750263
10	-609.3795	8.245705	0.002478	2.512986	3.232721	2.794046
11	-596.2458	24.66982*	0.002442	2.498196	3.287583	2.806456
12	-592.8505	6.341105	0.002492	2.518249	3.377287	2.853708

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistik (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error
 AIC: Akaike information criterion
 SC: Schwarz information criterion
 HQ: Hannan-Quinn information criterion

Hasil pengujian menunjukkan bahwa berdasarkan ukuran *Akaike Information Criterion (AIC)*, *Schwarz Information Criterion (SIC)* dan *Hannan Quinn Information Criteria (HQ)* diperoleh bahwa lag optimum diperoleh pada lag 1.

4.2.3. Uji Hipotesis III/Uji Kointegrasi

Pengujian kointegrasi dilakukan dengan menguji stasioneritas secara bersama terhadap seluruh variabel penelitian. Pengujian kointegrasi diuji dengan menggunakan Uji Kointegrasi Johansen Test. Karena penelitian ini menggunakan model trivariat dan bivariat, maka pengujian dilakukan terhadap masing-masing model.

1. Model Trivariat { IHSG, JII, SBI }

Uji kointegrasi trivariat variabel IHSG, JII dan SBI diperoleh sebagai berikut :

Tabel 4.4

Hasil pengujian kointegrasi trivariat

Ho : Jumlah vektor kointegrasi				
Hypothesize d		Trace	5 Percent	1 Percent
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistik	Critical Value	Critical Value
Sistem kointegrasi : { IHSG, JII, SBI }				
None **	0.386348	523.7333	29.68	35.65
At most 1 **	0.349000	245.8750	15.41	20.04
At most 2	0.002868	1.634106	3.76	6.65
(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level Trace test indicates 2 cointegrating equation(s) at both 5% and 1% levels				

Hipotesis nol (H0) dari pengujian kointegrasi adalah bahwa hubungan antara data-data *time series* tersebut adalah *spurious*.

Tabel 4.5

Vektor Kointegrasi trivariat { IHSG, JII, SBI }

IHSG	JII	SBI
1.000000	0.000000	-0.016807 (0.02888)
0.000000	1.000000	-0.014383 (0.03369)
Keterangan : Angka dalam kurung menunjukkan nilai standar error		

Vektor kointegrasi keseimbangan menunjukkan pengaruh antara SBI terhadap IHSG dan JII.

- a. Kenaikan SBI sebesar 1% akan menyebabkan kenaikan IHSG sebesar 0,0168% dengan dikontrol oleh JII
- b. Kenaikan SBI sebesar 1% akan menyebabkan kenaikan JII sebesar 0,0144% dengan dikontrol oleh IHSG.

2. Model Bivariat { IHSG, JII }

Hasil pengujian kointegrasi bivariat variabel IHSG dan JII diperoleh sebagai berikut :

Tabel 4.6

Hasil pengujian kointegrasi bivariat { IHSG, JII }

Ho : Jumlah vektor kointegrasi				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistik	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value

Sistem kointegrasi : { IHSG, JII }				
None **	0.385315	520.9981	15.41	20.04
At most 1 **	0.348835	244.0967	3.76	6.65
*(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level				
Trace test indicates 2 cointegrating equation(s) at both 5% and 1% levels				

Tabel 4.7

Vektor Kointegrasi bivariat { IHSG, JII }

JII	IHSG
1.000000	-1.171485 (0.01633)

Vektor kointegrasi keseimbangan JII dan IHSG menunjukkan bahwa kenaikan IHSG sebesar 1% akan menyebabkan kenaikan JII sebesar 1,1715%.

3. Model Bivariat { IHSG, SBI }

Hasil pengujian kointegrasi bivariat variabel IHSG dan SBI diperoleh sebagai berikut :

Tabel 4.8

Hasil pengujian kointegrasi bivariat { IHSG, SBI }

Ho : Jumlah vektor kointegrasi				
Hypothesized	Trace	5 Percent	1 Percent	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistik	Critical Value	Critical Value
Sistem kointegrasi : { IHSG, SBI }				
None **	0.349767	246.5373	15.41	20.04
At most 1	0.002853	1.625765	3.76	6.65

(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level
 Trace test indicates 1 cointegrating equation(s) at both 5% and 1% levels

Tabel 4.9

Vektor Kointegrasi bivariat { IHSG, SBI }

IHSG	SBI
1.000000	-0.016928 (0.02888)

Vektor kointegrasi keseimbangan IHSG dan SBI menunjukkan bahwa kenaikan SBI sebesar 1% akan menyebabkan kenaikan IHSG sebesar 0,0169%.

4. Model Bivariat { JII, SBI }

Hasil pengujian kointegrasi bivariat variabel JII dan SBI diperoleh sebagai berikut :

Tabel 4.10

Hasil pengujian kointegrasi bivariat { JII, SBI }

Ho : Jumlah vektor kointegrasi				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistik	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value
Sistem kointegrasi : { JII, SBI }				
None **	0.349141	245.9956	15.41	20.04

At most 1	0.002864	1.631674	3.76	6.65
(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level Trace test indicates 1 cointegrating equation(s) at both 5% and 1% levels				

Tabel 4.11

Vektor Kointegrasi bivariat { JII, SBI }

JII	SBI
1.000000	-0.014483 (0.03369)

Vektor kointegrasi keseimbangan JII dan SBI menunjukkan bahwa kenaikan SBI sebesar 1% akan menyebabkan kenaikan JII sebesar 0,0145%.

4.2.3.1 Pembahasan Uji Hipotesis III

Perhitungan uji hipotesis III ini melalui berbagai tahapan, oleh karena itu akan dijelaskan satu-persatu sebagai berikut:

1. Model Trivariat {JII, IHSG, SBI}

Hasil pada Tabel 4.4 menunjukkan bahwa pada kasus trivariat, diperoleh setidaknya terdapat 2 vektor kointegrasi yang menghubungkan ketiga data tersebut. Implikasi penting yang dapat ditarik dari fenomena ini bahwa setiap perubahan yang terjadi dalam SBI akan berimbas pada IHSG dan JII dan atau sebaliknya.

2. Model Bivariat {JII, IHSG}

Hasil pada Tabel 4.6 menunjukkan bahwa pada kasus bivariat, diperoleh setidaknya terdapat 2 vektor kointegrasi yang menghubungkan variabel IHSG dan JII.

Hal ini berarti bahwa setiap perubahan yang terjadi dalam IHSG juga akan berimbas pada JII dan atau sebaliknya.

3. Model Bivariat {IHSG, SBI}

Hasil pada Tabel 4.8 menunjukkan bahwa pada kasus bivariat, diperoleh setidaknya terdapat 1 vektor kointegrasi yang menghubungkan variabel IHSG dan SBI. Hal ini berarti bahwa setiap perubahan yang terjadi dalam SBI juga akan berimbas pada IHSG dan atau sebaliknya.

4. Model Bivariat {JII, SBI}

Hasil pada Tabel 4.10 menunjukkan bahwa pada kasus trivariat, diperoleh setidaknya terdapat 1 vektor kointegrasi yang menghubungkan variabel IHSG dan SBI. Hal ini berarti bahwa setiap perubahan yang terjadi dalam SBI juga akan berimbas pada JII dan atau sebaliknya.

Keberadaan kointegrasi antara ketiga data memberikan implikasi bahwa kausalitas ada diantara ketiga data tersebut. Pengujian terhadap kausalitas akan membantu menjelaskan apakah perubahan terhadap data dapat dijelaskan oleh dua yang data lainnya. Berdasarkan pemahaman ini, hal ini menunjukkan bahwa jika ΔY dan ΔX adalah dua data stasioner, pengujian kausalitas adalah sama dengan pertanyaan mengenai apakah ΔX saat ini secara linier informasi terhadap ΔY masa depan, dimana ΔX disebut menyebabkan ΔY . Dalam hal ini nilai lag ΔX akan membantu dalam memperkirakan nilai ΔY saat ini. Dengan hasil perhitungan kointegrasi tersebut, maka hipotesis III, yaitu:

H3 = Terdapat hubungan kointegrasi dan *long-term relationship* diantara variabel-variabel penelitian, baik JII vs IHSG; JII vs SBI; IHSG vs SBI dan JII vs IHSG vs SBI.

Hipotesis ini terbukti.

4.2.4. Uji Hipotesis IV/ *Vector Error Correction Model (VECM)*

Untuk melakukan uji kausalitas. Masing-masing data disajikan dalam bentuk vektor autoregresi dan diregresikan terhadap dirinya sendiri dan lag dari variabel lainnya. Untuk menguji hubungan kausal diantara pasar yang terkointegrasi tersebut, selanjutnya akan diuji didalam *vector error correction model (VECM)* dengan mendasarkan pada 3 bentuk model sebagaimana disajikan pada bab III. Dalam hal ini dilakukan pengujian dengan lag 1 sebagaimana untuk memberikan konsistensi terhadap pengujian sebelumnya. Hasil pengujian diperoleh sebagai berikut :

Tabel 4.12

Model Koreksi Kesalahan

VECM dan Pengujian Kausalitas Periode: 1/4/2005 - 31/7/2007, N=572, 1 lag Statistik t untuk setiap variabel Persamaan Kointegrasi JII = -0,0407 - 1,1781 IHSG + 0,0054 SBI			
Variabel	D(JII)	D(IHSG)	D(SBI)
CointEq1	-0.201245 -0.26637 [-0.75552]	0.778746 -0.22781 [3.41834]	0.021377 -0.01479 [1.44505]
D(JII(-1))	-0.173247 -0.19124 [-0.90593]	-0.243046 -0.16356 [-1.48599]	-0.00123 -0.01062 [-0.11579]
D(IHSG(-1))	-0.284572 -0.22146 [-1.28500]	-0.130237 -0.1894 [-0.68762]	0.008143 -0.0123 [0.66209]

D(SBI(-1))	-0.352249 -0.75549 [-0.46625]	-0.31502 -0.64614 [-0.48754]	0.007619 -0.04196 [0.18159]
C	0.005729 -0.07376 [0.07766]	0.004588 -0.06309 [0.07273]	0.001853 -0.0041 [0.45231]
Ajd. R²	0.166389	0.191482	0.010253
Keterangan :			
Baris pertama	: koefisien		
Baris kedua	: standar error		
Baris ketiga	: nilai statistik t		
Nilai t tabel 10% = 1,64			
Nilai t tabel 5% = 1,96			
Nilai t tabel 1% = 2,58			

Hasil pengujian menunjukkan bahwa model koreksi kesalahan dapat dituliskan sebagai berikut :

$$(1) \Delta JII = 0,0057 - 0,1732 \Delta JII_{t-1} - 0,2846 \Delta IHSG_{t-1} - 0,3522 \Delta SBI_{t-1} - 0,2012 EC$$

$$(2) \Delta IHSG = 0,0046 - 0,2430 \Delta JII_{t-1} - 0,1302 \Delta IHSG_{t-1} - 0,3150 \Delta SBI_{t-1} + 0,7787 EC$$

$$(3) \Delta SBI = 0,0018 - 0,0012 \Delta JII_{t-1} - 0,0081 \Delta IHSG_{t-1} - 0,0076 \Delta SBI_{t-1} - 0,0214 EC$$

Tabel 4.12 melaporkan nilai t-statistik yang diperoleh dari estimasi model VECM yang dilakukan untuk persamaan (1) hingga (3). Untuk konsistensi dalam hal ini dilakukan dengan menggunakan lag yang sama dengan sebelumnya yaitu lag 1.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa untuk model persamaan (1) diperoleh bahwa JII, IHSG maupun SBI pada 1 hari sebelumnya tidak signifikan dalam menjelaskan JII.

Hal yang sama juga terjadi untuk model koreksi kesalahannya (EC) yang menggambarkan pengaruh dari persamaan kointegrasi terhadap perubahan JII harian juga tidak signifikan. Hasil ini sama dengan penelitian Sam Rashidian (2005) dalam penelitian terhadap *Islamic indeks* di bursa Dow Jones New York (DJIMI).

Pengujian pada model persamaan (2) menunjukkan bahwa JII, IHSG maupun SBI pada 1 hari sebelumnya tidak signifikan dalam menjelaskan IHSG. Namun demikian model koreksi kesalahannya (EC) yang menggambarkan pengaruh dari persamaan kointegrasi terhadap perubahan IHSG menunjukkan sebagai variabel yang signifikan ($t = 3,418 > 1,96$). Hal ini menjelaskan bahwa vektor kointegrasi yang menggambarkan kesesuaian IHSG terhadap hubungan jangka panjangnya dengan SBI dan JII berpengaruh signifikan terhadap IHSG.

Kondisi pengujian persamaan (3) menunjukkan sama dengan persamaan (1) dimana tidak satupun variabel JII, IHSG dan SBI satu hari sebelumnya dan juga koreksi kesalahan model kointegrasi (EC) yang berpengaruh signifikan terhadap SBI.

4.2.4.1 Pembahasan Uji Hipotesis IV

Jika diambil secara bersama-sama hasil model VECM menunjukkan bahwa JII tidak memiliki hubungan yang stabil dengan pasar modal di BEJ maupun dengan SBI rate (proksi bunga bebas risiko). Didasarkan pada bukti tersebut, menjelaskan bahwa meskipun terdapat korelasi antara JII dengan IHSG maupun dengan SBI, namun nampaknya hubungan tersebut pasti *spurious* dan bersifat tidak stabil. Dapat pula disimpulkan bahwa JII banyak dipengaruhi oleh faktor lain.

Implikasi yang penting berdasarkan penelitian sebelumnya, dimana terdapat kointegrasi pada indeks konvensional dan indeks syariah menunjukkan bahwa belum terdapat perbedaan benefit dari investor muslim dengan meletakkan investasi di saham-saham JII, saham-saham non JII (diproksi dengan IHSG) maupun investasi ke perbankan dengan mengharapkan tingkat pendapatan bunga. Hasil ini menunjukkan bukti bahwa hipotesis keempat, yaitu:

H4 = Terdapat hubungan kausalitas dan *short-term relationship* diantara variabel-variabel penelitian seperti di atas.

Hipotesis ini tidak terbukti.

Secara teoritis, keberadaan kointegrasi antara JII dengan IHSG maupun JII dengan SBI menunjukkan tidak adanya perbedaan pengambilan risiko. Hal ini menunjukkan pula bahwa indeks JII maupun IHSG di BEJ tidaklah saling independen dalam jangka panjang, sehingga risiko investasi yang terkait dengan hubungan tersebut (JII – IHSG dan JII – SBI) tidak menghasilkan harga yang berbeda. Hal ini memberikan bukti sebagaimana pada Tabel 4.1 dimana risiko per unit *return* dari IHSG tidak berbeda jauh dengan unit *return* dari JII.

BAB V

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

5.1 Kesimpulan

Mulai diperkenalkan sejak tahun 2000, JII mulai menarik perhatian banyak investor, terutama investor Muslim di Indonesia. Indeks tersebut hadir sebagai jawaban dari kebutuhan para investor untuk berinvestasi pada instrumen pasar modal yang sesuai dengan prinsip syariah, karena sudah menjadi pendapat umum dalam masyarakat awam, bahwa berinvestasi di pasar modal itu, cenderung mendekati hukum haram dalam Islam, karena unsur ketidakpastian dan spekulatif yang dilarang dalam Islam.

Selain itu, dengan diluncurkannya indeks JII, investor mempunyai benchmark untuk melihat kinerja portofolio berbasis syariah, seperti obligasi/sukuk, dan lain-lain. Namun, berhubung JII masih merupakan hal yang baru, menyebabkan proses stokastik dalam JII masih jarang dieksplorasi dalam penelitian-penelitian yang melibatkan pasar modal. Dengan maksud menjembatani masalah itulah, penelitian ini disusun.

Untuk menyusun JII, industri atau emiten yang usahanya bertentangan dengan prinsip syariah, seperti minuman keras, rokok, tidak dimasukkan dalam indeks, termasuk didalamnya, industri yang bahan bakunya bertentangan dengan prinsip Islam. Dengan berbagai kriteria yang membentuk indeks JII tersebut, menyebabkan JII memiliki karakteristik yang berbeda dengan indeks-indeks lain di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini dimaksudkan untuk meneliti bagaimana kinerja dan hubungan yang terjadi diantara indeks lain di BEI.

Penelitian dimulai dengan melihat bagaimana kinerja JII dikaitkan dengan risiko dan return-nya. Ternyata JII mampu memperlihatkan return yang lebih baik terbukti dengan penghitungan Sharpe Ratio yang lebih baik dibandingkan dengan IHSG (-174,63% vs -204,42%), dan risiko yang tinggi (4,92% vs 4,26%). Tahap kedua, kemudian untuk melihat proses stokastik yang terjadi pada JII, apakah JII bergerak secara

random dan unpredictable (white noise), seperti IHSG yang selama ini telah terbukti dengan beberapa penelitian sebelumnya. Hasil penghitungan membuktikan JII ternyata juga merupakan proses non-stasioner, sehingga tidak terdapat autokorelasi diantara nilai penutupan yang diteliti selama masa kurun waktu penelitian.

Tahap selanjutnya adalah melihat keterhubungan antara variabel-variabel penelitian, baik hubungan JII dengan IHSG maupun hubungannya dengan variabel eksogen yaitu SBI jangka waktu 1 bulan. Hasil penghitungan menunjukkan bahwa terdapat kointegrasi antara JII dengan IHSG maupun SBI, ini berarti memang terdapat hubungan dalam jangka panjang antar variabel. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Hakim dan Rashidian (2005) yang menunjukkan bahwa hanya dalam model trivariat (JII, IHSG dan SBI) terdapat vektor kointegrasi diantara ketiganya. Sedangkan dengan metode VECM, terbukti bahwa tidak terdapat *short-term relationship* dari JII dengan IHSG dan SBI. Hal ini menunjukkan bahwa IHSG dan SBI tidak signifikan dalam menjelaskan perubahan nilai JII, berbeda dengan IHSG yang sangat terpengaruh dengan perubahan SBI. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa JII lebih terpengaruh faktor lain selain tingkat bunga dalam pergerakannya di pasar dan tidak terdapat hubungan dalam jangka pendek antar variabel.

5.2 Keterbatasan

Penelitian ini memiliki keterbatasan, antara lain sebagai berikut:

1. Periode penelitian hanya 3 tahun dengan jumlah sampel yang sedikit karena munculnya Jakarta Islamic Index yang juga masih relatif baru.

2. Variabel-variabel industri dan ekonomi makro yang digunakan pada penelitian ini hanya beberapa saja, masih ada variabel-variabel ekonomi makro dan industri yang lain.
3. Masih kurangnya referensi dari penelitian dalam negeri mengenai Jakarta Islamic Indeks, sehingga masih sulit untuk menjadi acuan dalam penelitian ini.

5.3 Implikasi Penelitian

5.3.1 Implikasi Teoritis

Implikasi teoritis yang dapat diambil dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Implikasi dari hasil penelitian ini, apabila dikaitkan dengan hasil penelitian sebelumnya, memperkuat apa yang pernah diteliti oleh Hakim dan Rashidian (2005) yaitu bahwa faktor-faktor dari indeks konvensional dan tingkat bunga hanya terjadi dalam hubungan jangka panjang, namun tidak terjadi dalam hubungan jangka pendek, dan indeks Syariah lebih dipengaruhi faktor lain yang ada di dalam pasar. Kemudian penelitian ini juga memperlengkap penelitian dari Hardianto (2005) yang menyatakan bahwa produk syariah bukan merupakan substitusi dari produk konvensional.
2. Bagi penelitian selanjutnya perlu menambah variabel-variabel ekonomi makro yang dimungkinkan relevan dengan Jakarta Islamic Indeks serta menambah periode waktu penelitian
3. Penelitian berikutnya bisa memperbandingkan JII dengan indeks lain yang ada di BEI, atau menambah perbandingan indeks dengan indeks luar negeri, tidak pada lingkup domestik saja.

5.3.2 Implikasi Manajerial

Untuk implikasi manajerial, dapat diambil makna dari hasil penelitian sebagai berikut:

- (1) Dari hasil perhitungan Sharpe Ratio dan standar deviasi dapat membantu para investor untuk mengevaluasi kinerja indeks Islam, yaitu JII dibandingkan dengan kinerja indeks lainnya, hal ini terlihat dari hasil Sharpe Ratio yang lebih baik dibandingkan indeks konvensional.
- (2) Memotivasi para manajer investasi untuk melihat faktor lain selain tingkat bunga sebagai penentu pasar (*market driven*) dan menjelaskan bahwa tingkat bunga tidak banyak berpengaruh dalam pergerakan indeks Syariah, yaitu Jakarta Islamic Indeks.
- (3) Dengan pertimbangan return dan risiko, ternyata dengan kriteria perusahaan yang harus dipenuhi untuk masuk ke dalam JII, ternyata kinerja indeks JII cukup kompetitif bahkan cenderung lebih baik dibandingkan indeks lainnya, seperti IHSG.
- (4) Untuk keputusan investasi jangka pendek, apalagi di tengah kondisi tingkat bunga yang rentan naik turun, ada baiknya investor lebih memilih portofolio Syariah dibandingkan portofolio konvensional, karena dari hasil penelitian tidak terbukti ada hubungan kausalitas dalam jangka pendek.

BAB V

KESIMPULAN

Jakarta Islamic Indeks yang hadir di Indonesia pada tahun 2000, mulai mendapat perhatian besar dari kalangan pelaku pasar modal, khususnya para investor di Bursa Efek Indonesia (dulunya dikenal dengan Bursa Efek Jakarta). Indeks ini menanggapi kebutuhan dari para investor yang menginginkan adanya produk pasar modal yang mengakomodasi prinsip syariah didalamnya, sehingga selain bias leluasa dalam berinvestasi, investor juga tidak diikuti dengan ketakutan melanggar prinsip-prinsip Islam, terutama dalam masalah ekonomi Islam.

Selain memberikan ranah investasi dengan prinsip syariah, JII juga menjadi suatu acuan/benchmark untuk melihat kinerja portofolio atau investasi berprinsip syariah, seperti misalnya sukuk dan surat berharga syariah lainnya. Dan, sampai hari ini, Jakarta Islamic Indeks beserta instrument pasar modal dengan berlandaskan prinsip syariah terus berkembang,

Akan tetapi, dengan return dan risiko yang kompetitif dibandingkan dengan indeks konvensional, penelitian mengenai proses stokastik dalam JII masih belum banyak dieksplorasi, dan oleh karena itulah penelitian ini dilakukan.

Dalam membentuk indeks Islam, jenis-jenis industry yang bertentangan ataupun tidak sesuai dengan prinsip Islam dikeluarkan dari indeks tersebut, perusahaan yang walaupun tidak secara langsung menghasilkan produk atau jasa yang bertentangan dengan Islam, mungkin saja akan dikeluarkan dari indeks, apabila ditemukan dalam proses produksinya memakai material atau bahan baku yang dilarang dalam Islam.

Penelitian ini mencoba menguji bagaimana karakteristik JII, apabila dibandingkan dengan indeks lainnya melalui beberapa tahapan penelitian, sebagai berikut:

Penelitian dimulai dengan menguji indeks apakah terdapat proses stokastik untuk melihat stasioneritas data. Dari pengujian tersebut, JII, seperti indeks-indeks lainnya bergerak dari waktu ke waktu secara acak dan tidak dapat diprediksi.

Pada tahap selanjutnya, penelitian kemudian mencoba menyelidiki hubungan antara JII dan bursa atau indeks yang lebih luas cakupannya, yang diwakili oleh IHSG. Dengan menggunakan analisa kointegrasi, ditemukan bahwa tidak ada mata rantai yang menghubungkan IHSG dan JII dari waktu ke waktu. Kesimpulan yang sama juga dapat diambil, ketika pengamatan difokuskan pada hubungan antara JII dengan instrumen bebas risiko yang diwakili oleh SBI jangka waktu 1 bulan. Sebagai pembanding, SBI mempunyai dampak yang cukup signifikan terhadap IHSG, yang terdapat pada beberapa penelitian terdahulu.

Untuk menjelaskan hubungan kointegrasi yang terjadi antara JII, IHSG dan SBI, maka penelitian tahap selanjutnya adalah mengamati kausalitas diantara ketiga variabel tersebut. Hasil penelitian menunjukkan bahwa JII memang terpengaruh oleh faktor-faktor didalam pasar dan tingkat bunga. Namun, korelasi yang terjadi hanyalah bersifat sementara dan *spurious* (semu), bukan membentuk korelasi tinggi antara keduanya.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa JII menyajikan karakteristik *return* dan risiko yang unik, lebih tinggi dibandingkan dengan IHSG, hasil ini cukup mengejutkan mengingat komposisi emiten IHSG lebih beragam dibandingkan JII. Oleh karena itu, walaupun dengan kualifikasi dan berbagai persyaratan yang menjadi *filter* sebuah

perusahaan agar dapat diperhitungkan untuk masuk dalam JII, ternyata dengan komposisi tersebut, kinerja JII tetap dapat kompetitif dibandingkan indeks lainnya.

Dari penelitian ini, direkomendasikan tiga hal sebagai langkah implementasi hasil penelitian, yaitu:

- (5) Membantu para investor untuk mengevaluasi kinerja indeks Islam, yaitu JII dibandingkan dengan kinerja indeks lainnya
- (6) Memotivasi para manajer investasi untuk melihat faktor lain selain tingkat bunga sebagai penentu pasar (*market driven*) dan menjelaskan bahwa selain tingkat bunga, masih banyak faktor lainnya yang berperan dalam fluktuasi indeks, khususnya JII.
- (7) Dengan pertimbangan return dan risiko, ternyata dengan kriteria perusahaan yang harus dipenuhi untuk masuk ke dalam JII, ternyata kinerja indeks JII cukup kompetitif bahkan cenderung lebih baik dibandingkan indeks lainnya, seperti IHSG.

Hal-hal diatas mengisyaratkan, bahwa tidak ada yang perlu diragukan bagi investor Muslim untuk menginvestasikan dananya dalam portofolio indeks Islam, yaitu Jakarta Islamic Indeks (JII).

DAFTAR PUSTAKA

- _____. “*Jakarta Islamic Indeks*”, Senin, 29 Mei 2006. Republika Online, www.republika.co.id
- Al-Qur'an, *Surah As- Sad:24*
- Aliman. 2000. “*Modul Ekonometrika Terapan*.” PAU Studi Ekonomi Universitas Gajah Mada. Yogyakarta.
- Aruzzi, M. Iqbal, dan Bandi. 2003. “*Pengaruh Tingkat Suku Bunga, Rasio Profitabilitas, dan Beta Akuntansi Terhadap Beta Saham Syariah di Bursa Efek Jakarta*.” Jurnal Simposium Nasional Akuntansi VI.
- Bapepam. 2007. “*Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan Nomor: KEP-325/BL/2007 tentang Daftar Efek Syariah*.” Bapepam – Depkeu. Jakarta.
- Dedy. 2007. “*Risk and Return Reksa Dana Saham*.” Laman News Ekonomi dan Bisnis. Senin, 06/08/2007. Koran SINDO Online. [www.seputar-indonesia.com/edisi cetak/](http://www.seputar-indonesia.com/edisi_cetak/)
- Engle, R. T. and C. W. J. Granger .1987. “*Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing*.” *Econometrica* 55, 251-276.
- Fulks, Bob. 1998. “*The Sharpe Ratio*.” Torna Alla Homepage.
- Gamal, Merza. 2005. “*Management Dana Syariah*.” Presentasi Manajemen, Bank Syariah Mandiri. Jakarta.
- Granger, C. W. J. 1988. “*Some Recent Development in the Concept of Causality*.” *Journal of Econometrics* 16, 199-211.
- Granger, C.W.J., and P. Newbold. 1974, “*Spurious Regressions in Econometrics*,” *Journal of Econometrics*, 2, hal. 111 – 120.
- Gujarati, D.N. 1995. “*Bank Econometric, 3rd Edition*”. Mc Graw-Hill Inc. London. <http://www.w3.org/TR/REC-html40>
- Habib, Moch. Ludfi. 2007. “*Analisa Pengaruh Tingkat Bunga SBI, Dan Nilai Kurs Dollar AS Terhadap Volume Perdagangan Saham. Studi di Bursa Efek Jakarta, Periode Tahun 2003 – 2005*.” Skripsi. Tidak Dipublikasikan, Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya, Malang.

- Hakim, Sam dan Manochehr Rashidian. 2002. *“Risk & Return of Islamic Stock Market Indexes.”* Dept of Finance, Seaver College of Business, Pepperdine University, Malibu, CA and Energetix LLP, Los Angeles, CA USA.
- Hamzah, Ardi dan Auliyah Robiyatul. 2006. *“Analisa Karakteristik Perusahaan, Industri dan Ekonomi Makro terhadap Return dan Beta Saham Syariah di Bursa Efek Jakarta.”* Jurnal Simposium Nasional Akuntansi IX. Padang.
- Harahap, Sofyan S. 2001. *“Menuju Perumusan Teori Akuntansi Islam.”* Cetakan Pertama, Pustaka Quantum.
- Hardianto, Erwin. 2005. *“Mekanisme Transmisi Syariah di Indonesia.”* Jurnal Ekonomi Universitas Airlangga. Surabaya.
- Harliyani. 2006. *“Hubungan IHSI dengan Indeks Saham Negara Lingkar Pasifik Periode 2001 – 2005.”* www.youngstatistician.com
- Husnan, Suad & Pudjiastuti. Enny. 1998. *“Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas.”* Edisi 2. UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Husnan, Suad. 2003. *“Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas, Edisi Ketiga.”* UPP AMP YKPN. Yogyakarta.
- Insukindro. 1991. *“Regresi Linier Lancung dalam Analisis Ekonomi: Suatu Tinjauan dengan Satu Studi Kasus di Indonesia.”* Jurnal ekonomi dan Bisnis Indonesia, Vol. 6, No.1, hal. 75 - 88.
- Irawan, Andi. 2005. *“Analisis Perilaku Instabilitas, Pergerakan Harga, Employment, dan Investasi di dalam Sektor Pertanian Indonesia: Aplikasi Vector Error Correction Model.”* Jurnal Ekonomi IPB. Bogor
- Johansen, S. and K. Juselius .1990. *“Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration with Application to the Demand for Money.”* *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 52, 169-210.
- Johansen, S. 1988. *“Statistical Analysis of Cointegrating Vectors.”* *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12(2): 131-154.
- Kesuma, Aditya. 2006. *“Pengaruh Earning Per Share (EPS) dan Tingkat Bunga Terhadap Harga Saham (Studi Empiris Pada Perusahaan Food And Beverage Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta).”* Skripsi. Tidak Dipublikasikan, Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya, Malang.
- Madura, Jeff. 1997. *“Manajemen Keuangan Internasional.”* Edisi Keempat, Erlangga. Jakarta.

- Miskhin, Frederic, 1995. *“Financial Markets Institutions and Money.”* Harper Collins College. New York.
- Muflihah, Nafisatul. 2007. *“Analisis Suku Bunga, PDB, dan Nilai Tukar Sebagai Determinan Investasi di Indonesia (Studi Kasus: 1999:1-2006:3).”* Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Malang.
- Mulyono, Sri. 2000, *“Peramalan Bisnis dan Ekonometrika,”* Edisi Pertama, Yogyakarta: BPFE.
- Mulyono, Sugeng. 2000. *“Pengaruh Earning Per Share (EPS) dan Tingkat Bunga Terhadap Harga Saham.”* Jurnal Ekonomi dan Manajemen. Vol. 1 No. 2. Pascasarjana Universitas Gajayana, Malang
- Nopirin. 1993. *“Ekonomi Moneter.”* Edisi 4. BPFE- UGM, Yogyakarta.
- Purbayu, Budi Santosa, Dr, MS dan Ashari, SE, Akt. 2005. *“Analisis Statistik dengan Microsoft Excel & SPSS.”* Penerbit ANDI. Yogyakarta.
- Rini. 2007. *“Indeks BEJ.”* www.Vibiznews.com
- Sinungan, M. 1992. *“Manajemen Dana Bank. Edisi Ketiga.”* Cetakan Kelima. Bumi Aksara. Jakarta.
- Sugema, I. 1992. *“The Dynamic of Macroeconomy-Trade-Agriculture Linkages in The Australian Economy: An Application of Error Correction Model to Cointegrated Relation Ship.”* The University of New England. Thesis S2. Department of Agricultural Economic and Business Management, New England.
- Sunariyah. 2004. *“Pengantar Pengetahuan Pasar Modal.”* UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Syuhada, Luqman H., Lc. 2007. *“Ekonomi Islam Melawan Riba dan Kemiskinan Umat.”*. Makalah Diskusi Ekonomi Syari’ah, Sragen, Jawa Tengah .
- Wahyudi, Sugeng, *“Saham Pilihan Kelompok LQ 45”*. Suara Merdeka, Selasa 4 Mei 2004.
- West, Andrew. 1998. *“Do Stock Index Futures Prices Lead The Stock Index?.”* SIRCA. Australia.
- Wondabio, Ludovicus Sensi. 2006. *“Analisa Hubungan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Jakarta (JSX), London (FTSE), Tokyo (Nikkei) dan Singapura (SSI), Pendekatan Model Ekonometri – Autocorrelation Condition Heteroscedasticity (ARCH) / Generalized Autocorrelation Condition Heteroscedasticity (GARCH) dan*

Vector Autoregression (VAR) – Suatu Studi Empiris tahun 2000 – 2005.” Jurnal
Simposium Nasional Akuntansi IX. Padang.

www.bi.go.id

www.jsx.go.id