

**PENGARUH MIKRO DAN MAKROEKONOMI TERHADAP  
PASAR MODAL SYARIAH SERTA  
PENGARUH MIKRO DAN MAKROEKONOMI TERHADAP  
PASAR MODAL KONVENSIONAL  
(Studi Perbandingan Terhadap Praktik Spekulasi Dalam Perspektif Ekonomi Islam di  
Bursa Efek Indonesia)**



Oleh:

**BAMBANG SAPUTRA**

NIM : 08913068

**TESIS**

Diajukan kepada

Program Pascasarjana Fakultas Ilmu Agama Islam

Universitas Islam Indonesia

Untuk Memenuhi Salah Satu Syarat Guna Memperoleh Gelar Magister Studi Islam

**YOGYAKARTA**

**2010**



PROGRAM PASCASARJANA FIAI  
MAGISTER STUDI ISLAM  
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA  
Jl. Demangan Baru No. 24 Lantai II Yogyakarta  
Telp. (0274) 523637 Fax. 523637

## **PENGESAHAN**

Nomor: 314/PS-MSI/Peng./XII/2010

TESIS berjudul : **PENGARUH MIKRO DAN MAKRO EKONOMI TERHADAP PASAR MODAL SYARIAH SERTA PENGARUH MIKRO DAN MAKRO EKONOMI TERHADAP PASAR MODAL KONVENSIONAL (Studi Perbandingan terhadap Praktik Spekulasi Perspektif Ekonomi Islam di Bursa Efek Indonesia)**

Ditulis oleh : Bambang Saputra

N. I. M. : 08913068

Konsentrasi : Ekonomi Islam

Telah dapat diterima sebagai salah satu syarat memperoleh gelar Magister dalam Ilmu Ekonomi Islam

Yogyakarta, 3 Desember 2010  
Ketua Program

  
**Dr. H. Imam Effendi, MA.**

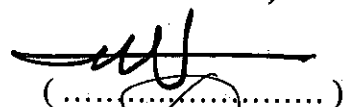


PROGRAM PASCASARJANA  
 MAGISTER STUDI ISLAM (S2)  
 FAKULTAS ILMU AGAMA ISLAM  
 UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA  
 Jl. Demangan Baru No. 24 Lantai II Yogyakarta  
 Telp. (0274) 523637 Fax. 523637

## TIM PENGUJI UJIAN TESIS

Nama : Bambang Saputra  
 Tempat/tgl lahir : Balikpapan,, 22 Maret 1986  
 N. I. M. : 08913068  
 Konsentrasi : Ekonomi Islam  
 Judul Tesis : **PENGARUH MIKRO DAN MAKRO EKONOMI TERHADAP PASAR MODAL SYARIAH SERTA PENGARUH MIKRO DAN MAKRO EKONOMI TERHADAP PASAR MODAL KONVENSIONAL (Studi Perbandingan terhadap Praktik Spekulasi Perspektif Ekonomi Islam di Bursa Efek Indonesia)**

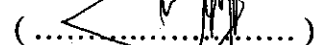
Ketua : Drs. H. Syarif Zubaidah, M.Ag

  
 (.....)

Sekretaris : Dr. H. Imam Effendi, MA

  
 (.....)

Pembimbing : Dr. H. Supardi, MM

  
 (.....)

Penguji : Drs. H. Yudani, M.Ag

  
 (.....)

Penguji : Drs. H. Syafaruddin Alwi, MS

  
 (.....)

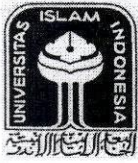
Diuji di Yogyakarta pada tanggal 27 Nopember 2010

Pukul : 09.00–10.00WIB

Hasil / Nilai : **86, 03 / A**

Mengetahui  
 Direktur Program Pascasarjana MSI UII

  
**Dr. H. Imam Effendi, MA**



## NOTA DINAS

No. : 917/PS-MSI/ND/XI/2010

TESIS berjudul : **ANALISIS PENGARUH MIKRO DAN MAKRO EKONOMI TERHADAP PASAR MODAL SYARIAH SERTA PENGARUH MIKRO DAN MAKRO EKONOMI TERHADAP PASAR MODAL KONVENSIONAL (Studi Perbandingan terhadap Praktik Spekulasi di Bursa Efek Indonesia)**

Ditulis oleh : Bambang Saputra

NIM : 08913068

Konsentrasi : Ekonomi Islam

Telah dapat diujikan di depan Dewan Penguji Tesis Magister Studi Islam Program Pascasarjana (S-2) Universitas Islam Indonesia.



Yogyakarta, 25 November 2010  
Sekretaris Program

Drs. H. Syarif Zubaidah, M.Ag.



PROGRAM PASCASARJANA FIAI  
MAGISTER STUDI ISLAM  
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA  
Jl. Demangan Baru No. 24 Lantai II Yogyakarta  
Telp. (0274) 523637 Fax. 523637

## **PERSETUJUAN**

TESIS berjudul: **PENGARUH MIKRO DAN MAKROEKONOMI  
TERHADAP PASAR MODAL SYARIAH SERTA  
PENGARUH MIKRO DAN MAKROEKONOMI  
TERHADAP PASAR MODAL KONVENSIONAL  
(Sebuah Studi Perbandingan Terhadap Praktik Spekulasi  
Dalam Perpektif Ekonomi Islam di Bursa Efek Indonesia)**

Ditulis oleh : Bambang Saputra, SE.

N. I. M. : 08913068

Konsentrasi : Ekonomi Islam

Telah dapat disetujui untuk diuji dihadapan Tim Penguji Tesis Magister Studi Islam  
Program Pascasarjana Universitas Islam Indonesia.

Yogyakarta, 30 Juli 2010

Pembimbing

Dr. H. Supardi, MM.

**PERSEMBAHAN**

*Dengan Nama Allah Yang Maha Pengasih Lagi Maha Penyayang  
Untuk Ibunda, Faridah dan Ayahanda, Bambang Saptana*

**MOTTO**

*Efektif, Efisien, Produktif, dan Bermanfaat*



**UNIVERSITAS  
ISLAM  
INDONESIA**

## PEDOMAN TRANSLITERASI ARAB-LATIN

Transliterasi kata Arab-Latin yang dipakai dalam penyusunan Tesis ini berpedoman pada Surat Keputusan Bersama Menteri Agama dan Menteri Pendidikan dan Kebudayaan Republik Indonesia Nomor: 158/1987 dan 0543b/U/1987 tertanggal 22 Januari 1988.

### I. Konsonan Tunggal


Huruf Arab	Nama	Huruf Latin	Nama
ا	Alif	tidak dilambangkan	tidak dilambangkan
ب	Bā'	<i>b</i>	-
ت	Tā'	<i>t</i>	-
ث	Sā'	<i>s</i>	S (dengan titik di atas)
ج	Jīm	<i>j</i>	-
ح	Hā'	<i>h</i>	H (dengan titik di bawah)
خ	Khā'	<i>kh</i>	-
د	Dāl	<i>d</i>	-
ذ	Zāl	<i>z</i>	/. (dengan titik di atas)
ر	Rā'	<i>r</i>	-
ز	Zā'	<i>z</i>	-
س	Sīn	<i>s</i>	-
ش	Syīn	<i>sy</i>	-
ص	Sād	<i>.s</i>	S (dengan titik di bawah)
ض	Dād	<i>.d</i>	D (dengan titik di bawah)
ط	Tā	<i>t</i>	T (dengan titik di bawah)
ظ	Zā	<i>.z</i>	Z (dengan titik di bawah)
ع	'Aīn	'	koma terbalik ke atas
غ	Gāīn	<i>g</i>	-
ف	Fā	<i>f</i>	-

ق	Qāf	<i>q</i>	
ك	Kāf	<i>k</i>	-
ل	Lām	<i>l</i>	-
م	Mīm	<i>m</i>	-
ن	Nūn	<i>n</i>	-
و	Wāwū	<i>w</i>	-
هـ	Hā'	<i>h</i>	-
ء	Hamzah	'	apostrof
ي	Yā'	<i>y</i>	-

## II. Konsonan Rangkap karena *Syaddah* ditulis rangkap

متعددة	Ditulis	Muta'addidah
عدة	Ditulis	'iddah

## III. Ta' Marbutah di akhir kata

- a. Bila dimatikan tulis *h* 

حكمة	Ditulis	<i>.hikmah</i>
جزية	Ditulis	<i>jizyah</i>

(Ketentuan ini tidak diperlukan, bila kata-kata arab yang sudah terserap ke dalam bahasa Indonesia, seperti zakat, salat dan sebagainya. kecuali bila dikehendaki lafal aslinya)

- b. Bila *ta' marbutah* diikuti dengan kata sandang "*al*" serta bacaan kedua itu terpisah, maka ditulis dengan *h*

كرامة الأولياء	Ditulis	<b>Karāmah al-auliya</b>
----------------	---------	--------------------------

- c. Bila ta' marbutah hidup atau dengan harakat, fathah, kasrah dan dammah ditulis *t*

كرامة الأولياء	Ditulis	Karāmah al-auliyā
----------------	---------	-------------------

#### IV. Vokal Pendek

-----	fathah	ditulis	a
-----	kasrah	ditulis	i
-----	ftnmmnh		n

#### V. Vokal Panjang

1.	Fathah + alif جاهلية	ditulis ditulis	ā jāhiliyah
2.	Fafhah + ya ' mati تنسى	ditulis ditulis	ā tansā
3.	Kasrah + ya ' mati كريم	ditulis ditulis	ī karīm
4.	dammah + wawu mati فروض	ditulis ditulis	ū furūd

#### VI. Vokal Rangkap

1.	Fathah + ya ' mati بينكم	ditulis ditulis	ai bainakum
2.	Fathah + wawu mati قول	ditulis ditulis	uu qaul

#### VII. Vokal Pendek Yang Berurutan dalam Satu Kata Dipisahkan Dengan Apostrof

أنتم	ditulis	<i>a'antum</i>
أعدت	ditulis	<i>u'iddat</i>
لئن شكرتم	ditulis	<i>la'insyakartum</i>

### VIII. Kata Sandang alif + lam

a. Bila diikuti huruf *Qamariyyah*

القرآن	ditulis	<i>al-Qu' ān</i>
أقياس	ditulis	<i>al-Qiy ās</i>

b. Bila diikuti huruf *Syamsiyyah* ditulis dengan menggunakan huruf *Syamsiyyah* yang mengikutinya, serta menghilangkan huruf / (el)-nya.

السماء	ditulis	<i>as-Sam ā'</i>
السمس	ditulis	<i>asy-Syams</i>

### IX. Penulisan kata-kata dalam rangkaian kalimat

Ditulis menurut bunyi atau pengucapannya.

نوى الفروض	ditulis	<i>zawi al-fur ū d</i>
اهل السنة	ditulis	<i>ahl as-Sunah</i>

## KATA PENGANTAR

*Bismillahirrahmanirrahim.* Puji bagi Allah Pengatur semesta alam. *Subhanallah.* Maha Suci Allah dari segala keterbatasan dan kekurangan serta kelemahan yang selalu lekat melingkari diri manusia.

Perkembangan industri keuangan Islam di Indonesia menimbulkan kebutuhan sumberdana atau investasi dengan produk-produk berbasis syariah, fenomena ini mendorong lahir dan berkembangnya kegiatan pasar modal berbasis syariah di Indonesia. Senada dalam konteks global, dimana krisis keuangan global telah menunjukkan betapa rapuhnya pasar modal konvensional baik disebabkan karena pengaruh mikroekonomi dan atau makroekonomi, sehingga memerlukan alteratif pasar modal syariah yang tangguh dan berdaya saing global, serta terorganisir dengan baik dan bernilai.

Sebagai sebuah alternatif, pasar modal syariah tentunya harus memberikan bukti empiris sebagai pasar modal yang tangguh dan berdaya saing global, serta terorganisir dengan baik dan bernilai. Penelitian ini akan mencoba melakukan pengujian tersebut dengan melakukan analisis pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap pasar modal syariah serta membandingkannya dengan pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap pasar modal konvensional. Lebih dari itu pula dalam penelitian ini akan diidentifikasi praktik spekulasi yang terjadi pada pasar modal.

Penulisan penelitian ini disusun dan diajukan dalam rangka sebagai salah satu prasyarat wajib dipenuhi guna gelar Master pada Program Pascasarjana Magister Studi Islam (MSI) Universitas Islam Indonesia Yogyakarta. Untuk itu penulis ingin memberikan penghargaan dan ucapan terima kasih dengan ikhlas kepada mereka yang terlibat secara langsung atau tidak langsung dalam mengsucceskan penelitian ini.

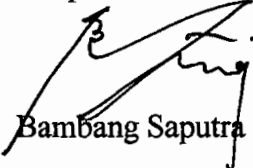
Penghargaan dan ucapan terima kasih penulis sampaikan kepada Dr. H. Supardi, MM. selaku pembimbing yang telah memberi bimbingan ilmiah dan saran yang berharga. Juga kepada seluruh dosen-dosen di MSI serta teman-teman kelas Ekonomi Islam 08/09 yang telah memberi sumbangan ide dan saran dalam menyelesaikan penelitian ini. Hanya Allah jualah yang mampu membalas jasa baik mereka.

Penulis juga menyampaikan penghargaan kepada keluarga besar UII Yogyakarta, terutama Ketua, Sekretaris, dan Staff/Karyawan Program Pascasarjana Magister Studi Islam. Tanpa bantuan mereka penelitian ini mustahil terwujud. Di samping itu terima kasih penulis sampaikan kepada Rektor beserta jajarannya yang telah memberikan bantuan dan materil kepada penulis.

Ucapan terima kasih dan penghargaan yang setinggi-tingginya penulis sampaikan kepada orang tua tercinta, Ibunda Faridah dan Ayahanda Bambang Saptana dengan penuh kasih sayang mengasuh, mendidik, dan mendoakan serta memberikan sokongan kepada penulis. Atas jasa dan pengorbanan keduanya penulis dapat meraih prestasi akademik dari peringkat awal sampai sekarang ini. Adik-adikku Bobby, Ajie, dan Bima serta keluarga semua yang telah banyak memberikan motivasi.

Akhirnya, penelitian ini masih banyak kekurangan dan kesalahan serta memerlukan penyempurnaan. Oleh karena itu, penulis menyampaikan maaf dan mengharapkan kritikan dari pembaca. Mudah-mudahan penelitian ini bermanfaat bagi perkembangan pemikiran Ekonomi Islam dan masyarakat Islam yang *concern* dengan pasar modal syariah. Hanya kepada Allah jua kita memohon hidayah dan pertolongan.

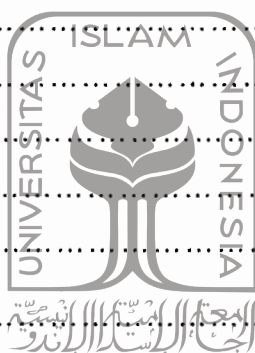
Yogyakarta, 22 September 2010



Bambang Saputra

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL .....	i
PENGESAHAN .....	ii
PENGESAHAN TIM PENGUJI I .....	iii
NOTA DINAS .....	iv
PERSETUJUAN PEMBIMBING .....	v
PERSEMBAHAN DAN MOTTO .....	vi
PEDOMAN TRANSLITERASI .....	vii
KATA PENGANTAR .....	xi
DAFTAR ISI .....	xiii
DAFTAR TABEL .....	xix
DAFTAR GRAFIK .....	xxii
DAFTAR GAMBAR .....	xiii
ABSTRAK .....	xiv
<b>BAB I PENDAHULUAN</b> .....	<b>1</b>
A. Latar Belakang Masalah.....	1
B. Rumusan Masalah.....	9
C. Tujuan Penelitian.....	10
D. Manfaat Penelitian.....	11
E. Sistematika Pembahasan.....	12
<b>BAB II PEREKONOMIAN INDONESIA</b> .....	<b>14</b>
A. Gambaran Umum Perekonomian Indonesia.....	14
B. Krisis Global dan Perekonomian Indonesia.....	22
1. Krisis Keuangan Global 2008.....	22
a. Bermula dari Suprime Mortgage.....	24
b. Krisis Keuangan AS yang Menglobal.....	27
2. Pengaruh Krisis Keuangan Gobal Terhadap Perekonomian	



UNIVERSITAS  
ISLAM  
INDONESIA

Indonesia.....	32
3. Model Krisis Keuangan.....	33
C. Perkembangan Ekonomi Syariah Indonesia.....	35
D. Perkembangan Keuangan Islam Global dan Posisi Indonesia.....	38
<b>BAB III PASAR MODAL DAN PASAR MODAL SYARIAH.....</b>	<b>45</b>
A. Pasar Modal Syariah.....	45
1. Fungsi dan Tujuan Pasar Modal Syariah.....	45
2. Karakteristik Pasar Modal Syariah.....	48
3. Landasan Hukum Pasar Modal Syariah.....	49
4. Sejarah dan Perkembangan Pasar Modal Syariah di Indonesia.....	55
5. Arah Perkembangan Pasar Modal Syariah di Indonesia.....	60
6. Instrumen Pasar Modal Syariah.....	61
a. Saham Syariah.....	63
b. Obligasi Syariah (Sukuk).....	68
B. Pasar Modal Konvensional.....	74
C. Perbedaan Pasar Modal Syariah dan Konvensional.....	81
D. Jakarta Islamic Indeks (JII) dan Indeks LQ-45.....	83
1. Jakarta Islamic Indeks.....	83
2. Indeks LQ-45.....	85
<b>BAB IV TINJAUAN PUSTAKA DAN KERANGKA TEORI.....</b>	<b>87</b>
A. Tinjauan Pustaka.....	87
1. Tinjauan Penelitian Terdahulu (Studi Empirik).....	87
2. Tindak Lanjut Penelitian.....	95
B. Kerangka Teori.....	96
1. Mikroekonomi dan Pasar Modal.....	96
a. Definisi dan Pendekatan Mikroekonomi dalam Perusahaan.....	96
b. Hubungan Mikroekonomi dengan Pasar Modal.....	101

1) Studi Teoritik.....	101
2) Pendekatan Normatif.....	107
c. Mikroekonomi Konvensional dan Mikroekonomi Islam.....	109
2. Makroekonomi dan Pasar Modal.....	111
a. Definisi dan Pendekatan Mikroekonomi dalam Perusahaan.....	111
b. Hubungan Makroekonomi dengan Pasar Modal.....	114
1) Studi Teoritik.....	114
2) Pendekatan Normatif.....	120
3. Pasar Modal: <i>Return</i> dan <i>Beta</i> Saham.....	121
a. <i>Return</i> Saham.....	122
b. Resiko Sistematis ( <i>Beta</i> ) Saham.....	123
4. Spekulasi di Pasar Modal (Perspektif Ekonomi dan Hukum Islam)	126
a. Definisi Spekulasi.....	126
b. Investasi versus Spekulasi.....	128
c. Spekulasi dalam Perspektif Ekonomi.....	129
d. Spekulasi dalam Perspektif Hukum Islam.....	131
e. Spekulasi dalam Pandangan Beberapa Tokoh.....	139
C. Kerangka Konseptual Penelitian.....	143
D. Hipotesis Penelitian.....	144
E. Kerangka Proses Berfikir.....	146
<b>BAB V METODE PENELITIAN.....</b>	<b>147</b>
A. Jenis Penelitian.....	147
B. Populasi dan Sampel.....	148
C. Data Penelitian.....	149
D. Variabel Penelitian.....	150
E. Definisi Operasional Variabel.....	151
1. Variabel Dependen.....	151
a. <i>Return</i> Saham.....	151

b. Resiko Sistematis ( <i>Beta</i> ) Saham.....	151
2. Variabel Independen.....	151
a. Mikroekonomi.....	151
Perusahaan.....	151
1) Rasio Likuiditas.....	152
2) Rasio Aktivitas.....	152
3) Rasio <i>Leverage</i> .....	152
4) Rasio Profitabilitas.....	152
b. Makroekonomi.....	152
1) Tingkat Inflasi.....	152
2) Tingkat SBI.....	153
3) Perubahan Nilai Kurs.....	153
4) Pertumbuhan Ekonomi.....	153
F. Model Analisis.....	155
G. Pengujian Hipotesis.....	155
1. Uji Asumsi Klasik.....	155
a. Uji Multikolinearitas.....	155
b. Uji Autokorelasi.....	156
c. Uji Heteroskedastisitas.....	157
d. Uji Normalitas.....	158
2. Uji Statistik.....	160
a. Pengujian Secara Serempak (F-Test Statistik).....	161
b. Pengujian Ketetapan Perkiraan (Koefisien Determinasi $R^2$ ).....	162
c. Pengujian Parsial ( T-Test Statistik).....	162
H. Pendekatan Postpositivistik-Rasionalistik.....	163
<b>BAB VI HASIL DAN PEMBAHASAN.....</b>	<b>166</b>
A. Statistik Deskriptif.....	166
1. Statistik Deskriptif Pasar Modal Syariah.....	166

2. Statistik Deskriptif Pasar Modal Konvensional.....	171
B. Uji Asumsi Klasik.....	175
1. Uji Multikolinieritas.....	175
2. Uji Autokorelasi (Uji Durbin-Watson/DW).....	177
3. Uji Heteroskedasitas.....	178
4. Uji Normalitas (Analisis Grafik).....	179
C. Uji Statistik.....	180
1. Pengaruh Mikroekonomi Terhadap <i>Return</i> Pasar Modal Syariah...	180
2. Pengaruh Mikroekonomi Terhadap Resiko Sistematis ( <i>Beta</i> ) Pasar Modal Syariah.....	182
3. Pengaruh Makroekonomi Terhadap <i>Return</i> Pasar Modal Syariah...	183
4. Pengaruh Makroekonomi Terhadap Resiko Sistematis ( <i>Beta</i> ) Pasar Modal Syariah.....	185
5. Pengaruh Mikro dan Makroekonomi Terhadap <i>Return</i> Pasar Modal Syariah.....	188
6. Pengaruh Mikro dan Makroekonomi Terhadap Resiko Sistematis ( <i>Beta</i> ) Pasar Modal Syariah.....	190
7. Pengaruh Mikroekonomi Terhadap <i>Return</i> Pasar Modal Konvensional.....	192
8. Pengaruh Mikroekonomi Terhadap Resiko Sistematis ( <i>Beta</i> ) Pasar Modal Konvensional.....	194
9. Pengaruh Makroekonomi Terhadap <i>Return</i> Pasar Modal Konvensional.....	195
10. Pengaruh Makroekonomi Terhadap Resiko Sistematis ( <i>Beta</i> ) Pasar Modal Konvensional.....	197
11. Pengaruh Mikro dan Makroekonomi Terhadap <i>Return</i> Pasar Modal Konvensional.....	199
12. Pengaruh Mikro dan Makroekonomi Terhadap Resiko Sistematis	

(Beta) Pasar Modal Konvensional.....	201
13. Perbedaan Pengaruh Mikro dan Makroekonomi Terhadap Pasar Modal Syariah dan Pasar Modal Konvensional.....	203
D. Analisis Kualitatif Terhadap Praktik Spekulatif di Pasar Modal.....	205
1. Analisis Praktik Spekulasi.....	205
2. Penetapan Harga Saham Tertinggi (HST).....	216
BAB VII PENUTUP.....	223
A. Kesimpulan.....	223
B. Rekomendasi.....	224
DAFTAR PUSTAKA.....	228
LAMPIRAN-LAMPIRAN <i>CURRICULUM VITAE</i>	



UNIVERSITAS  
ISLAM  
INDONESIA

## DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Pertumbuhan Ekonomi Menurut Penggunaan PDB/ Sisi Permintaan...	15
Tabel 2.2 Pertumbuhan Ekonomi Menurut Sektor Ekonomi/Sisi Penawaran.....	16
Tabel 2.3 Perbandingan Pangsa Pasar Ekspor Utama Indonesia.....	20
Tabel 2.4 Perbandingan Indikator Ekonomi Indonesia dengan Beberapa NegaraAsia.....	22
Tabel 2.5 Dampak Krisis di Kawasan Eropa.....	30
Tabel 2.6 Dampak Krisis di Kawasan Asia-Pasifik.....	31
Tabel 2.7 Perkembangan Kelembagaan dan Kinerja Bank Syariah.....	36
Tabel 2.8 Perkembangan Jenis-Jenis Pembiayaan.....	37
Tabel 2.9 Penghimpunan ZIS BAZNAS dan Jaringan BAZNAS tahun 2002-2007.....	38
Tabel 2.10 Perbandingan Aset Keuangan Islam Global.....	39
Tabel 2.11 Total Aset Berdasarkan Sektor Keuangan Islam Global Tahun 2007.	40
Tabel 2.12 <i>Market Share</i> Bank Islam di Beberapa Negara.....	41
Tabel 2.13 Peringkat 25 Negara-Negara Berdasarkan Aset Syariah.....	42
Tabel 3.1 Statistik DES (Daftar Efek Syariah).....	68
Tabel 3.2 Perbandingan Sukuk, Obligasi, dan Saham.....	70
Tabel 3.3 Perbedaan Pasar Perdana dan Pasar Sekunder.....	75
Tabel 3.4 Perkembangan Nilai Emisi.....	79
Tabel 3.5 Perbedaan Pasar Modal Syariah dan Konvensional.....	82
Tabel 3.6 Daftar Perusahaan-Perusahaan JII yang Konsisten pada Periode Januari 2005 sampai dengan Desember 2008.....	85
Tabel 4.1 Rasio-rasio Keuangan menurut Berbagai Sumber.....	100
Tabel 4.2 Indikator Makroekonomi Indonesia Tahun 2005–2008.....	112
Tabel 4.3 Perbandingan Investor dan Spekulator.....	129
Tabel 5.1 Kriteria dan Jumlah Sampel.....	149
Tabel 6.1 Statistik Deskriptif Pasar Modal Syariah (JII).....	166

Tabel 6.2 Statistik Deskriptif Pasar Modal Konvensional (LQ-45).....	171
Tabel 6.3 Perbandingan Statistik Deskriptif Pasar Modal Syariah dan Pasar Modal Konvensional.....	175
Tabel 6.4 Hasil Uji Multikolinieritas terhadap Pasar Modal Syariah dan Pasar Modal Konvensional.....	175
Tabel 6.5 Hasil Uji Durbin-Watson/DW.....	177
Tabel 6.6 Pengaruh Mikroekonomi Terhadap <i>Return</i> Pasar Modal Syariah.....	180
Tabel 6.7 Pengaruh Mikroekonomi Terhadap Resiko Sistematis ( <i>Beta</i> ) Pasar Modal Syariah.....	182
Tabel 6.8 Pengaruh Makroekonomi Terhadap <i>Return</i> Pasar Modal Syariah.....	183
Tabel 6.9 Pengaruh Makroekonomi Terhadap Resiko Sistematis ( <i>Beta</i> ) Pasar Modal Syariah.....	185
Tabel 6.10 Pengaruh Mikro dan Makroekonomi Terhadap <i>Return</i> Pasar Modal Syariah.....	188
Tabel 6.11 Pengaruh Mikro dan Makroekonomi Terhadap Resiko Sistematis ( <i>Beta</i> ) Pasar Modal Syariah.....	190
Tabel 6.12 Pengaruh Mikroekonomi Terhadap <i>Return</i> Pasar Modal Konvensional.....	192
Tabel 6.13 Pengaruh Mikroekonomi Terhadap Resiko Sistematis ( <i>Beta</i> ) Pasar Modal Konvensional.....	194
Tabel 6.14 Pengaruh Makroekonomi Terhadap <i>Return</i> Pasar Modal Konvensional.....	195
Tabel 6.15 Pengaruh Makroekonomi Terhadap Resiko Sistematis ( <i>Beta</i> ) Pasar Modal Konvensional.....	197
Tabel 6.16 Pengaruh Mikro dan Makroekonomi Terhadap <i>Return</i> Pasar Modal Konvensional.....	199
Tabel 6.17 Pengaruh Mikro dan Makroekonomi Terhadap Resiko Sistematis ( <i>Beta</i> ) Pasar Modal Konvensional.....	201

Tabel 6.18 Perbedaan Pengaruh Mikro dan Makroekonomi Terhadap Pasar Modal Syariah dan Pasar Modal Konvensional.....	203
--	-----



UNIVERSITAS  
ISLAM  
INDONESIA

## DAFTAR GRAFIK ATAU KURVA

Grafik 1.1 Perkembangan IHSG.....	3
Grafik 2.1 Akselerasi Pertumbuhan Ekonomi Pasca-Krisis Moneter.....	15
Grafik 2.2 Pertumbuhan Ekonomi Menurut Penggunaan PDB.....	16
Grafik 2.3 Pertumbuhan Ekonomi Menurut Sektor Ekonomi.....	17
Grafik 2.4 Perkembangan Fundamental Ekonomi Indonesia.....	18
Grafik 2.5 Perkembangan Kurs Rupiah terhadap Dolar Amerika.....	19
Grafik 2.6 Depresiasi Rupiah Terhadap USD dibandingkan dengan Mata Uang lain di Asia Tenggara.....	19
Grafik 2.7 Tingkat Pengangguran dan Belanja Infrastruktur.....	21
Grafik 2.8 Perbandingan Kesempatan Kerja dan Tambahn Angkatan Kerja.....	22
Grafik 2.9 Pertumbuhan Ekonomi Global.....	23
Grafik 2.10 Pertumbuhan Sektor Manufaktur dan Perdagangan Global.....	23
Grafik 2.11 Distribusi Aser Syariah Negara-Negara Non-MENA Tahun 2009...	40
Grafik 3.1 IHSG, LQ-45, dan JII Desember 2009.....	60
Grafik 3.2 Perkembangan Sukuk Global Tahun 2001-2008.....	73
Grafik 3.3 Perkembangan Sukuk di Beberapa Negara Tahun 2008.....	74
Grafik 3.4 Nilai Emisi.....	79
Grafik 3.5 Perbandingan Perkembangan IHSG dan Indeks Bursa lain di Asia Tenggara.....	80
Grafik 3.6 Komposisi Efek Asing/ Lokal.....	81
Kurva 8.1 Penawaran saham di pasar modal syariah.....	218
Kurva 8.2 Pergeseran dalam penawaran saham karena perubahan kinerja saham yang menerbitkan.....	220
Kurva 8.3 Pergeseran dalam penawaran saham karena faktor-faktor selain kinerja perusahaan yang menerbitkan.....	221
Kurva 8.4 Pembatasan harga pasar di pasar modal syariah.....	221
Kurva 8.5 Keseimbangan pasar modal syariah dengan perkembangan dalam kinerja perusahaan.....	222

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Kronologis Krisis Keuangan Global 2008.....	27
Gambar 2.2 Kinerja Bursa Dunia 14 Oktober 2008.....	28
Gambar 2.3 Dampak Krisis di Beberapa Kawasan.....	30
Gambar 2.4 Perubahan Stabilitas Keuangan Global April 2007-2009.....	31
Gambar 3.1 Sistem Ekonomi Islam dan Pasar Modal Syariah.....	47
Gambar 3.2 Tahapan Pengembangan Pasar Modal Syariah di Indonesia.....	58
Gambar 4.1 Hubungan Faktor-faktor Fundamental dengan Harga Saham.....	102
Gambar 4.2 Kerangka Konseptual.....	143
Gambar 4.2 Kerangka Proses Berfikir.....	146



UNIVERSITAS  
ISLAM  
INDONESIA

## Abstrak

**Tujuan** - Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap pasar modal syariah dan pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap pasar modal konvensional serta mengidentifikasi praktik spekulasi yang dilarang di pasar modal.

**Metodologi/pendekatan** – Metode penelitian menggunakan analisis regresi berganda untuk menganalisis pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap pasar modal syariah dan pasar modal konvensional dan pendekatan postpositivistik-rasionalistik untuk mengidentifikasi praktik spekulasi selama periode 2005-2008. Mikroekonomi pada penelitian ini menggunakan faktor-faktor fundamental yang terdiri dari rasio likuiditas, aktivitas, leverage, dan profitabilitas, sedangkan makroekonomi terdiri dari tingkat inflasi, SBI, perubahan kurs, dan pertumbuhan ekonomi. Pasar modal dalam penelitian ini diidentifikasi dengan *return* dan resiko sistematis (*beta*), JII untuk pasar modal syariah dan LQ-45 untuk pasar modal konvensional.

**Temuan/hasil** - Penelitian ini menunjukkan bahwa mikro dan makroekonomi berpengaruh signifikan terhadap pasar modal syariah dan pasar modal konvensional. Sehingga, tidak terjadi praktik spekulasi yang dilarang baik di pasar modal syariah dan pasar modal konvensional.

**Kata kunci:** Mikroekonomi, Makroekonomi, JII, LQ-45, spekulasi

### **Abstract**

**Purpose** - The purpose of this research are to analysis the influence micro and macroeconomics on sharia capital market and conventional capital market and indentify speculation practice that forbidden in capital market.

**Methodology/approach** – The method use double linier regression for analysis influence micro and macroeconomics on sharia capital market and conventional and post positivistic-rationalistic approach for indentify speculation practice that forbidden in capital market. Microeconomics is financial fundamentals consist of liquidity ratio, activity ratio, leverage ratio, and profitability ratio, and macroeconomics consist of inflation, SBI, a rate of exchange, and economic growth. And capital market indication is return and beta of stock (JII to shari'ah capital market and LQ-45 to conventional capital market).

**Findings/results** - The results of this research show that micro and macroeconomic significance influence on sharia capital market and conventional capital market and not be speculation practice that forbidden at sharia capital market and conventional capital market in Indonesia.

**Keywords:** Microeconomics, Macroeconomics, JII, LQ-45, speculation.

## BAB I

### PENDAHULUAN

*“Pembentukan pasar modal syariah merupakan pilar penting untuk mendukung terciptanya perekonomian bebas bunga dan berkeadilan.”*

**-M. Umer Chapra-**

#### A. Latar Belakang Masalah

Pasar modal merupakan pasar dimana modal diperdagangkan antara pihak yang memiliki kelebihan modal (*investor*) dengan orang yang membutuhkan modal (*issuer*) untuk mengembangkan investasi. Dalam Undang-Undang No. 8 tahun 1995, pasar modal didefinisikan sebagai “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.”

Keberadaan pasar modal di Indonesia merupakan salah satu faktor penting dalam membangun perekonomian nasional, terbukti telah banyak industri dan perusahaan yang menggunakan institusi pasar modal ini sebagai media untuk menyerap investasi dan media untuk memperkuat posisi keuangannya. Secara faktual, pasar modal telah menjadi *financial nerve centre* (saraf finansial dunia) pada dunia ekonomi modern dewasa ini, bahkan perekonomian modern tidak akan mungkin bisa

eksis tanpa adanya pasar modal yang tangguh dan berdaya saing global serta terorganisir dengan baik.<sup>1</sup>

Keterkaitan antara pasar modal dengan perekonomian tidak hilang bagi pembuat kebijakan, begitu pula bagi bank sentral (Bank Indonesia). Tentu saja karena pasar modal sering mengantisipasi perubahan dalam *Gross Domestic Product* (GDP) riil, dan data pasar modal tersedia lebih cepat daripada data GDP. Pasar modal merupakan indikator ekonomi yang mesti diamati secara ketat.<sup>2</sup>

Secara umum perkembangan pasar modal di Indonesia mengalami peningkatan yang semakin pesat sejak krisis ekonomi yang melanda Indonesia tahun 1998. Hal ini ditunjukkan oleh perkembangan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan nilai transaksi yang mengalami peningkatan 400 persen dari tahun 2000 hingga 2008. Kondisi ini juga diikuti dengan nilai transaksi yang terus semakin meningkat.<sup>3</sup>

UNIVERSITAS  
ISLAM  
INDONESIA

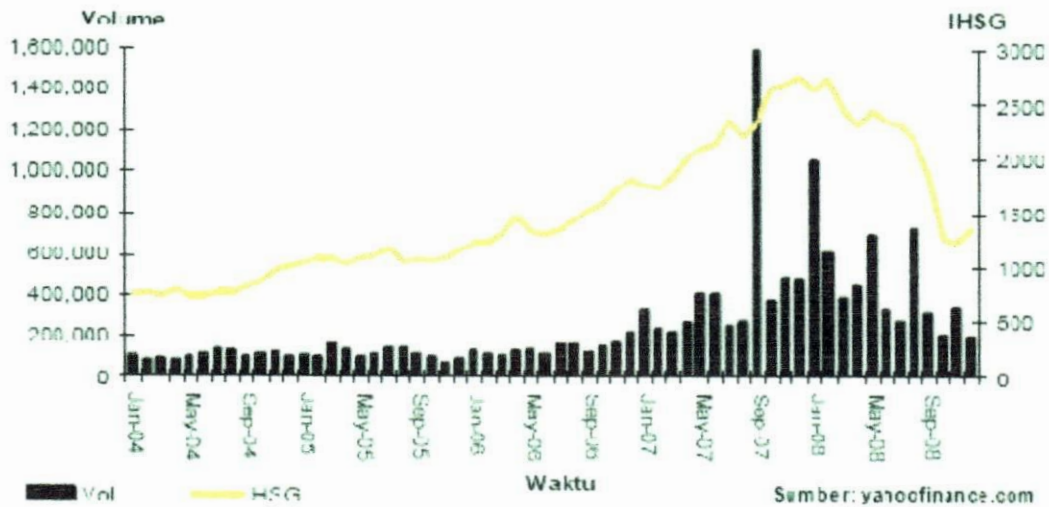
---

<sup>1</sup> Bapepam-LK, 2004. Studi Tentang Investasi Syariah di Pasar Modal Indonesia. Jakarta: Depkeu RI Bapepam-LK. <http://www.bapepamlk.depkeu.go.id> hal. 1

<sup>2</sup> Mankiw, Gregory, 2006. *Makroeconomics 6<sup>th</sup> Edition*. terjm. Jakarta: Erlangga. hal. 485

<sup>3</sup> Lihat Statistik Pasar Modal, BAPPEPAM-LK.

“Jumlah rata-rata transaksi harian di Bursa Efek Indonesia (BEI) mencapai Rp. 4,2 triliun.”  
Republika, 21/07/2010.



Grafik 1.1 Perkembangan IHS

Namun krisis keuangan global mulai pertengahan tahun 2008 telah mendorong jatuhnya IHS sebesar 50 persen dalam kurun waktu yang relatif singkat (satu tahun).<sup>4</sup> Krisis yang bermula dari krisis kredit perumahan di Amerika Serikat (mikroekonomi) memang membawa implikasi pada kondisi ekonomi global secara menyeluruh (makroekonomi). Hampir di setiap negara, baik di kawasan Amerika, Eropa, maupun Asia Pasifik, merasakan dampak akibat krisis keuangan global tersebut, terutama negara berkembang.<sup>5</sup>

Indonesia sebagai salah satu negara berkembang, mendapat pengaruh dari krisis keuangan global tersebut. Berbagai kebijakan diambil pemerintah untuk

<sup>4</sup>Lihat Manurung, Alders Heymans, *et. al.*, 2009. *Economic Outlook 2009: Perjuangan Melawan Krisis*. Jakarta: PT Finansial Bisnis Informasi

<sup>5</sup>Krisis ini tergolong sebagai '*The Second Generation of Crisis*'. Suatu Negara dapat menjadi korban serangan spekulasi semata-mata dengan adanya perubahan yang kurang menguntungkan (*adverse shift*) pada sentimen atau kepercayaan pasar yang sama sekali tidak berkaitan dengan fundamental ekonominya. (Binhadi dan Firmansyah. *Stabilitas Keuangan Internasional*, dalam Arifin, Sjamsul, *et. al.*, 2007. *IMF dan Stabilitas Keuangan Internasional*. Jakarta: PT. Alex Media Komputindo Kelompok Gramedia. hal. 19)

meredam pengaruh buruk dari krisis baik dalam ruang lingkup mikroekonomi (perkuat dan jaga ketahanan sektor riil) maupun makroekonomi (kepastian hukum dan jaminan investasi serta beberapa kebijakan moneter yang dikeluarkan).<sup>6</sup>

Salah satu karakteristik pasar modal adalah memiliki tingkat *volatilitas*<sup>7</sup> yang tinggi akibat *news (information)* yang datang dari fundamental ekonomi baik mikro maupun makroekonomi atau tidak. Hal ini berdampak pada pasar modal yang digunakan para spekulator untuk mengambil keuntungan jangka pendek melalui spekulasi.<sup>8</sup> Spekulasi dengan motivasi mendapatkan keuntungan jangka pendek dari perdagangan margin tidak akan memberikan kontribusi bagi sektor riil dan akan menimbulkan fluktuasi dan ketidakpastian yang tidak terkendali. John Maynard Keynes<sup>9</sup> menekankan bahwa spekulasi dapat mengakibatkan misalokasi sumber dan akan berdampak pada perekonomian.

*“Speculators may do no harm as bubbles on a steady stream of enterprise. But the position is serious when enterprise becomes the bubble on a whirlpool of speculation. When the capital development of a country becomes a by-product of the activities of a casino, the job is likely to be ill-done.”*<sup>10</sup>

<sup>6</sup> Lihat Depkominfo, 2008. Memahami Krisis Keuangan Global: Bagaimana Haris Bersikap? Jakarta: Badan Informasi Publik Departemen Komunikasi dan Informasi (Depkominfo)

<sup>7</sup> Volatilitas adalah fluktuasi dari *return-return* suatu sekuritas atau portofolio dalam suatu periode waktu tertentu.

<sup>8</sup> Chapra, M. Umar, 1997. Al Qur'an Menuju Sistem Moneter Yang Adil (*Towards a just monetary system*, Penterjemah: Drs. Lukman Hakim, MA.). Yogyakarta: PT. Dana Bhakti Prima Yasa. hal. 71-76

<sup>9</sup> Keynes sangat terkenal dengan pemikiran pertumbuhan ekonominya yang menempatkan pemerintah sebagai sebagai salah satu pendorong penting Bergeraknya perekonomian. Namun, tidak banyak yang menyoroti sisi lain pemikiran Keynes, yaitu moralitas ekonomi. Keynes mengingatkan bahwa ilmu ekonomi adalah ilmu tentang moral. (Karim, Adiwarman A. “The Return of the Master.” Republika, 15/03/2010)

<sup>10</sup> J.M. Keynes. *The General Theory of Employment, Interest, and Money. A Project Gutenberg of Australia eBook*, Col Choat ed. eLibrary.org, ed. Feb. 2003. hal. 104, lihat juga Metwally, 1995. Teori dan Model Ekonomi Islam. Jakarta: PT. Bangkit Daya Insani, hal. 175-176, serta lihat

Spekulasi dalam pasar modal selain berdampak negatif terhadap perekonomian,<sup>11</sup> juga dalam perspektif ekonomi Islam spekulasi ini merupakan bentuk transaksi tidak sah berbasiskan *gharar*<sup>12</sup>. Hal ini menjadi hambatan psikologis bagi umat Islam untuk turut aktif dalam kegiatan investasi terutama di bidang pasar modal. Untuk mengatasi permasalahan tersebut dan juga merupakan peluang<sup>13</sup> dibentuklah pasar modal syariah sebagai alternatif instrumen investasi dalam kegiatan pasar modal di Indonesia.<sup>14</sup>

---

juga Warde, Ibrahim, 2009. *Islamic Finance: Keuangan Islam Dalam Perekonomian Global* (Penerjemah: Andriyadi Ramli). Yogyakarta: Pustaka Pelajar. hal. 376-377

<sup>11</sup>Liberalisasi Pasar modal menyebabkan meluasnya aliran modal, termasuk modal jangka pendek yang cenderung bersifat spekulatif. Sebagai lembaga keuangan internasional, IMF dalam sidang tahunannya di Hongkong 1997 bahkan berupaya melakukan penyesuaian terhadap *Articles of Agreement*-nya, dengan maksud agar dapat mendorong negara tertentu meliberalisasi *capital account*-nya. Namun demikian, di tahun 2003 berbagai pihak dan bahkan IMF sendiri pun mengakui bahwa khususnya di negara berkembang liberalisasi pasar modal tidak mampu membawa perekonomian tumbuh lebih besar, sebaliknya justru mendorong terjadinya instabilitas. (lihat Stiglitz, Joseph E., *Globalization and growth in emerging markets. Department of Economics, Columbia University, New York, NY 10027, USA: Journal of Policy Modeling* 26 (2004). hal. 465-484 dan lihat juga Stiglitz, Joseph E., 2006. *Making Globalization Work*. New York: W. W. NORTON & COMPANY)

<sup>12</sup>Lihat Ayub, Muhammad, 2009. *Understanding Islamic Finance*. terj. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama. hal.173

<sup>13</sup>Indonesia merupakan negara yang memiliki penduduk mayoritas beragama Islam (potensi pasar yang besar), fundamental ekonomi yang cukup kuat, permintaan yang tinggi akan infrastruktur dan pembiayaan proyek (tumbuh 5,4% pada tahun 2010), dan *condusive regulatory framework*. Peluang lain yaitu, besarnya aliran dari negara-negara muslim terutama Negara-Negara Timur Tengah (hingga 2020 diperkirakan punya dana USD 9 triliun) yang siap ditempatkan pada instrumen keuangan syariah termasuk pasar modal syariah. Di samping itu pula pasar modal syariah dapat dijadikan alternatif pendanaan bagi industri keuangan syariah atau perusahaan-perusahaan lain. (*Sharing*, Edisi 37 Thn IV Januari 2010. hal. 40-41).

Pelaku industri keuangan syariah perlu melakukan terobosan baru agar lebih atraktif bagi konsumennya. Dengan racikan pas antara sekuritisasi dan derivatif, industri keuangan syariah diyakini bakal melejit. (Siwi Tri Puji. "Moody's: Syariah Berpotensi, tapi Miskin Inovasi". *Republika*, 8/ 4/ 2010)

<sup>14</sup> Secara formal, peluncuran pasar modal dengan prinsip-prinsip syariah Islam dilakukan pada Maret 2003. Pada kesempatan itu ditandatangani Nota Kesepahaman antara Bapepam dan Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), yang dilanjutkan dengan Nota Kesepahaman antara DSN-MUI dengan SROs.

Perbedaan secara umum antara pasar modal konvensional dengan pasar modal syariah dapat dilihat pada instrumen dan mekanisme transaksinya, sedangkan perbedaan nilai indeks saham syariah dengan nilai indeks saham konvensional terletak pada kriteria saham emiten yang harus memenuhi prinsip-prinsip dasar syariah. Secara umum konsep pasar modal syariah dengan pasar modal konvensional tidak jauh berbeda meskipun dalam konsep pasar modal syariah disebutkan bahwa saham yang diperdagangkan harus berasal dari perusahaan yang bergerak dalam sektor yang memenuhi kriteria syariah dan terbebas dari unsur ribawi, serta transaksi saham dilakukan dengan menghindari (atau meminimalkan) berbagai praktik ‘spekulasi’.<sup>15</sup> Kebolehan praktik spekulasi pada pasar modal sendiri masih menjadi perdebatan di kalangan para ulama dan ekonom, mengingat spekulasi merupakan ciri perdagangan yang ada di mana-mana, berarti spekulasi adalah watak bisnis.

Sejalan dengan pengembangan pasar modal Indonesia secara umum, industri pasar modal syariah diyakini dapat menjadi salah satu pilar kekuatan industri pasar modal Indonesia. Dengan demikian, pengembangan pasar modal syariah menjadi perhatian khusus sebagai salah satu sasaran pengembangan pasar modal Indonesia.<sup>16</sup>

Penelitian dengan objek pasar modal syariah merupakan bagian dari studi ekonomi Islam dalam ruang lingkup lembaga keuangan Islam.<sup>17</sup> Di Indonesia

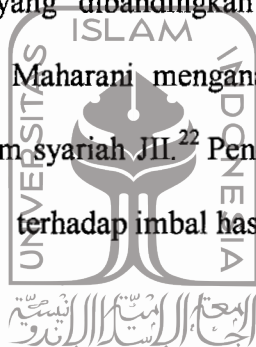
---

<sup>15</sup> Bapepam-LK, 2004. *op. cit.* hal. 2

<sup>16</sup> Bapepam, *Indonesia Capital Market Master Plan 2005 – 2009*, hal. 64

<sup>17</sup> Dewasa ini perkembangan lembaga keuangan Islam di Indonesia, sebagai gerakan kemasyarakatan menunjukkan keberhasilan yang nyata. Namun perkembangan selanjutnya sehingga lembaga keuangan bisa berperan penting dan signifikan yang ditunjukkan oleh indikator nilai aset dan pangsa pasarnya, membutuhkan langkah-langkah terobosan, antara lain legislasi berwujud Undang-

penelitian mengenai pasar modal syariah dan perbandingannya dengan pasar modal konvensional belum banyak dilakukan. Penelitian Rachmayanti, yang menganalisis kinerja portofolio saham syariah dan saham konvensional (sebuah studi perbandingan).<sup>18</sup> Penelitian Huda mengkaji faktor-faktor yang mempengaruhi *beta* saham pada kelompok JII dan LQ-45.<sup>19</sup> Penelitian Darmansyah menganalisis performa saham syariah antara yang konsisten dan yang tidak konsisten dalam JII (studi perbandingan).<sup>20</sup> Penelitian Syafiq M. Hanafi, melalui pendekatan *cost of capital* terhadap saham JII yang dibandingkan dengan kelompok saham LQ-45.<sup>21</sup> Penelitian Nasution dan Maharani menganalisis hubungan kausalitas antara variable makro dan harga saham syariah JII.<sup>22</sup> Penelitian Nurpratama juga mengkaji pengaruh faktor makroekonomi terhadap imbal hasil saham syariah JII periode 1995-




---

Undang Keuangan Syariah. Legislasi ini membutuhkan perjuangan politik. Namun perjuangan politik membutuhkan dukungan **empiris**, yaitu bukti kinerja lembaga keuangan syariah itu sendiri, bahwa lembaga keuangan syariah itu sendiri, bahwa lembaga keuangan syariah bukan saja bisa bekerja (*workable*), tetapi juga bermanfaat bagi masyarakat luas sesuai dengan prinsip *rahmatan lil 'alamin*. (Raharjo, Dawam, dalam Karim, Adiwarman A., 2008. Bank Islam: Analisis Fiqih dan Keuangan, Edisi III. Jakarta: PT RajaGrafindo Persada. hal. XXVI)

<sup>18</sup> Rachmayanti, Farida T., "Analisis Kinerja Portofolio Saham Syariah Terhadap Pada Bursa Efek Jakarta Tahun 2001-2002". *EKSIS (Jurnal Ekonomi Keuangan dan Bisnis Islami)* Vol. 2, No. 3, Juli-September 2006/Jumadi Tsaniyah-Sya'ban 1427 H. hal. 1-16

<sup>19</sup> Huda, Nurul, 2004. Pasar Modal Syariah dan Faktor-faktor yang Mempengaruhi Beta Saham Kasus JII dan LQ-45. Tesis Program Pascasarjana PSKTT-UI. Jakarta, dalam Huda dan Edwin. 2008. *op. cit.* hal. 72-73

<sup>20</sup> Darmansyah, Renold. "Analisis Performa Saham Syariah antara yang Konsisten dan yang Tidak Konsisten dalam JII (Studi Perbandingan)". *EKSIS (Jurnal Ekonomi Keuangan dan Bisnis Islami)* Vol. 2, No. 3, Juli-September 2006/Jumadi Tsaniyah-Sya'ban 1427 H. hal. 59-79

<sup>21</sup> Syafiq M. Hanafi, "Corporate Governance: Kajian Empiris *Cost of Capital* Jakarta Islamic Index (JII) sebagai *Ethical Investment*", dalam *As-Syir'ah*, Vol. 40 No. 1 Tahun 2006

<sup>22</sup> Nasution, Mustafa E. & Maharani, Reny. "Hubungan Kausalitas Antara Variabel Makro dan Harga Saham Syariah Jakarta Islamic Index (JII)". *EKSIS (Jurnal Ekonomi Keuangan dan Bisnis Islami)* Vol. 2, No. 3, Juli-September 2006/Jumadi Tsaniyah-Sya'ban 1427 H. hal. 99-118

2004 menggunakan *Arbitrage Pricing Theory* (APT).<sup>23</sup> Penelitian Hamzah menanalisis pengaruh ekonomi makro, industri dan karakteristik perusahaan terhadap *beta* saham syariah.<sup>24</sup> Penelitian Auliya dan Hamzah merupakan kelanjutan dari penelitian sebelumnya, menganalisis pengaruh karakteristik perusahaan, industri, dan ekonomi makro terhadap *return* dan *beta* saham syariah di BEJ.<sup>25</sup> Penelitian Lestari menganalisis perbandingan kinerja pasar modal syariah dan konvensional di Indonesia (pendekatan *volatilitas*).<sup>26</sup> Dalam hubungannya dengan praktik spekulasi adalah penelitian Hulwati yang menganalisis transaksi saham di pasar modal Indonesia perspektif hukum ekonomi Islam.<sup>27</sup> Penelitian Hardeos yang menganalisis aspek hukum transaksi saham di pasar modal dalam perspektif hukum ekonomi syariah.<sup>28</sup>

Berdasarkan latar belakang tersebut, pada penelitian ini akan diteliti pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap pasar modal syariah serta pengaruh mikro dan makroekonomi pasar modal konvensional: sebuah studi perbandingan terhadap

<sup>23</sup>Nurpratama, Dwitya E., "Pengaruh Faktor Makroekonomi Terhadap Imbal Hasil Saham Syariah JII Periode 1995-2004 Menggunakan *Arbitrage Pricing Theory* (APT)". *EKSIS (Jurnal Ekonomi Keuangan dan Bisnis Islami)* Vol. 2, No. 3, Juli-September 2006/Jumadi Tsaniyah-Sya'ban 1427 H. hal. 119-139

<sup>24</sup>Hamzah Ardi, 2005. "Analisis Pengaruh Ekonomi Makro, Industri dan Karakteristik Perusahaan Terhadap Beta Saham Syariah". *Simposium Nasional Akuntansi VII*, Solo

<sup>25</sup>Auliayah Robiatul dan Hamzah Ardi, 2006. « Analisis Pengaruh Karakteristik Perusahaan, Industri, dan Ekonomi Makro Terhadap Return dan Beta Saham Syariah di BEJ". *Simposium Nasional Akuntansi IX*, Padang

<sup>26</sup>Lestari, Esta. Perbandingan Kinerja Pasar Modal Syariah dan Konvensional di Indonesia: Pendekatan Volatilitas. dalam Jusmaliani (*ed.*) 2008. *Investasi Syariah (Implementasi Konsep Pada Kenyataan Empirik)*. Yogyakarta: Kreasi Wacana. hal. 169-214

<sup>27</sup>Hulwati, 2001. *Transaksi Saham di Pasar Modal Indonesia Perspektif Hukum Ekonomi Islam*. Yogyakarta: UII Press

<sup>28</sup>Hardeos, 2009. *Aspek Hukum Instrumen Pasar Modal (Studi Kritis Terhadap Transaksi Saham di Pasar Modal dalam Perspektif Hukum Ekonomi Syariah)*. Tesis Program Pascasarjana Magister Studi Islam Konsentrasi Hukum Bisnis Syariah UII, Yogyakarta.

praktik spekulasi dalam perspektif ekonomi Islam di pasar modal. Mikroekonomi pada penelitian ini merupakan faktor-faktor fundamental (kinerja perusahaan) yang terdiri dari rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio *leverage*, dan rasio profitabilitas, serta makroekonomi terdiri dari tingkat inflasi, tingkat suku bunga SBI (Sertifikat Bank Indonesia), perubahan kurs, dan pertumbuhan ekonomi.

## B. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian dari latar belakang permasalahan di atas, maka rumusan masalah yang di kaji dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Pengaruh Mikro dan Makroekonomi Terhadap Pasar Modal Syariah;

1. Bagaimana pengaruh mikroekonomi terhadap pasar modal syariah?
2. Bagaimana pengaruh makroekonomi terhadap pasar modal syariah?
3. Bagaimana pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap pasar modal syariah?

Pengaruh Mikro dan Makroekonomi Terhadap Pasar Modal Konvensional;

4. Bagaimana pengaruh mikroekonomi terhadap pasar modal konvensional?
5. Bagaimana pengaruh makroekonomi terhadap pasar modal konvensional?
6. Bagaimana pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap pasar konvensional?

Perbedaan Pengaruh Mikro dan Makroekonomi Terhadap Pasar Modal Syariah dan Pasar Modal Konvensional;

7. Bagaimana perbedaan pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap pasar modal syariah dan konvensional?

Praktik Spekulasi di Pasar Modal Syariah dan Pasar Modal Konvensional serta perbandingannya;

8. Bagaimana implikasi dari pengaruh tersebut terhadap praktik spekulasi dalam perspektif ekonomi Islam di pasar modal syariah dan pasar modal konvensional serta perbandingannya?

### C. Tujuan Penelitian

Tujuan utama dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk menguji secara empiris<sup>29</sup> pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap pasar modal syariah
2. Untuk menguji secara empiris pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap konvensional.
3. Untuk membandingkan pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap pasar modal syariah dan pasar modal konvensional.

---

<sup>29</sup>Ilmu adalah satu metode pendekatan terhadap dunia empiris, yakni dunia yang bisa secara nyata dialami oleh manusia. Atau suatu pendekatan yang tidak dimaksudkan dengan persuasi, mendapatkan kebenaran mutlak, atau konversi agama. Ilmu sekedar merupakan satu model analisis yang memungkinkan seorang ilmuwan untuk mengeluarkan proposisi dalam bentuk: “jika demikian faktanya...maka akan demikian kesimpulannya.” (Minhaji, Akh., 2009. *Strategies For Social Research: The Methodological Imagination in Islamic Studies*. Yogyakarta: Suka-Press, hal. 56-57)

4. Untuk mengetahui praktik spekulasi dalam perspektif ekonomi Islam di pasar modal.
5. Mengkonfirmasi dan membandingkan hasil penelitian dengan studi teoritik dan empirik serta normatif sebelumnya, untuk pengembangan keilmuan secara umum dan studi keIslaman secara khusus.
6. Untuk mengetahui implikasi hasil penelitian terhadap formulasi kebijakan

#### **D. Manfaat Penelitian**

Adapun manfaat penelitian adalah sebagai berikut:

1. Memberikan pemahaman kepada investor sehingga dapat menggunakan informasi yang tersedia dalam pengambilan keputusan investasi.
2. Memberikan masukan kepada Para Regulator agar dapat mengambil kebijakan untuk pengembangan pasar modal pada khususnya dan perekonomian Indonesia pada umumnya.
3. Memberikan sumbangsih pemikiran untuk pengembangan pasar modal khususnya pasar modal syariah sebagai bagian dari lembaga keuangan Islam dan ekonomi Islam pada umumnya di Indonesia.

## E. Sistematika Pembahasan

Secara keseluruhan, penelitian ini terdiri atas VII bab, dengan bagian-bagian sebagai berikut :

Bab I merupakan bab Pendahuluan, pada bab ini dikemukakan latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika pembahasan.

Bab II menguraikan tentang perekonomian Indonesia terutama hal-hal yang menyangkut gambaran umum perekonomian Indonesia, krisis keuangan global dan perekonomian Indonesia, perkembangan ekonomi syariah di Indonesia, dan perkembangan keuangan Islam global dan posisi Indonesia.

Bab III menguraikan tentang pasar modal syariah beserta hal-hal yang terkait, termasuk akan menjelaskan instrumen pasar modal syariah, pasar modal konvensional, perbedaan pasar modal syariah dan konvensional, serta *Jakarta Islamic Index* (JII) dan Indeks LQ-45.

Bab IV adalah telaah pustaka dan landasan teori; dalam bab ini dijelaskan tentang kajian pustaka dan landasan teori yang berkenaan pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap pasar modal syariah dan pasar modal konvensional, pasar modal (*return* dan *beta* saham), spekulasi di pasar modal (perspektif ekonomi dan Ekonomi Islam), kerangka konseptual penelitian, hipotesis penelitian, dan kerangka proses berfikir.

Bab V menguraikan tentang metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini, sehingga diharapkan dapat membantu pembaca dalam memahami prosedur analisa yang dipergunakan dalam penelitian yang terdiri dari; jenis penelitian, populasi dan sampel, variabel penelitian, definisi operasional variabel, model analisis, pengujian hipotesis, dan pendekatan postpositivistik-rasionalistik.

Bab VI merupakan hasil penelitian dan pembahasan, pada bab ini dikemukakan data yang diperoleh di lapangan, dan kemudian disajikan dalam bentuk tabel untuk dipersentasekan dalam bentuk angka-angka. Yang selanjutnya dianalisa untuk mengetahui pengaruh pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap pasar modal syariah dan pasar modal konvensional serta hasil tersebut kemudian dilakukan analisa kembali dengan pendekatan postpositivistik-rasionalistik untuk menentukan praktik spekulasi dalam perspektif ekonomi Islam di pasar modal termasuk melakukan perbandingan antara pasar modal syariah dan pasar modal konvensional.

BAB VII adalah bab penutup, berisi kesimpulan dan rekomendasi.

## BAB II

### PEREKONOMIAN INDONESIA DAN PERKEMBANGAN EKONOMI SYARIAH

*“Keuangan Syariah dapat berkontribusi dalam tatanan sistem perekonomian dengan resiliensi tinggi.”*

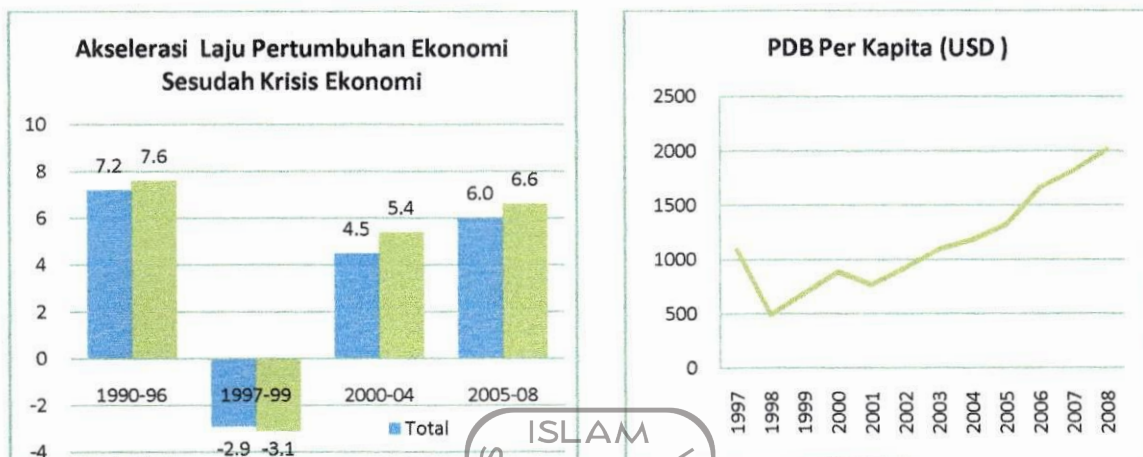
**-Darmin Nasution-**

#### A. Gambaran Umum Perekonomian Indonesia

Indonesia memang terpuruk didera krisis dalam rentang waktu panjang yang membuat kita sering meratapi diri dan berkecil hati akan masa depan bangsa maupun nasib kita sendiri. Namun demikian, berbagai fakta yang ada sebetulnya justru semakin mendukung kesimpulan yang semula hanya dianggap sebagai suatu optimisme. Perekonomian Indonesia bukanlah sekedar telah pulih dari krisis, namun sudah pula menunjukkan tanda-tanda kebangkitan. Dengan memcermati secara menyeluruh, perkembangan perekonomian Indonesia rasanya tetap dapat meneguhkan kepercayaan kita terhadap prospek perkembangan ekonomi ke depan.

Secara umum, perekonomian Indonesia mengalami perbaikan dan menggambarkan kinerja yang cukup menggembirakan selama periode tahun 2000-2008. Dilihat dari pertumbuhan ekonomi, pada masa krisis ekonomi tahun 1998 pertumbuhan ekonomi Indonesia minus 13 %, pada tahun 2000 mulai membaik menjadi 4,8 %, tahun 2004 terus membaik menjadi 5,1 %, dan pada tahun 2008 mencapai 6.1 %, meskipun berada dalam berbagai tekanan dari sisi eksternal seperti

tingginya harga minyak bumi dan harga beberapa komoditi dunia lainnya, serta melambatnya pertumbuhan ekonomi global.<sup>1</sup>



**Grafik 2.1 Akselerasi Pertumbuhan Ekonomi Pasca-Krisis Moneter**

Sumber: Kementerian Koordinator Bidang perekonomian Republik Indonesia<sup>2</sup>

**Tabel 2.1 Pertumbuhan Ekonomi Menurut Penggunaan PDB/ Sisi Permintaan (%)**

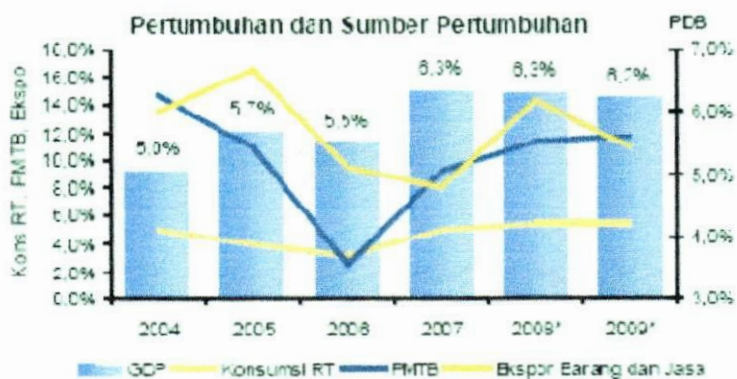
Tipe Pengeluaran	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Konsumsi Rumah Tangga	3,13	3,36	3,84	3,89	4,97	3,95	3,17	5,01	5,34
Konsumsi Pemerintah	6,49	8,98	12,99	10,03	3,99	6,64	9,61	3,89	10,43
PMBT <sup>3</sup> / Investasi	14,18	6,50	4,69	0,60	14,58	10,8	2,46	9,39	11,69
Perubahan Inventori	0	0	(68,7 3)	251,5 2	(48,9 1)	33,5 0	(13, 37)	(100 ,84)	0
Ekspor Barang dan Jasa	26,48	2,93	(1,22)	5,89	13,50	16,6 0	9,41	8,54	9,49
Impor Barang dan Jasa	21,09	8,20	(4,28)	1,56	27,07	17,7 7	8,58	8,97	10,03
<b>PDB</b>	<b>4,92</b>	<b>3,45</b>	<b>4,50</b>	<b>4,78</b>	<b>5,05</b>	<b>5,69</b>	<b>5,51</b>	<b>6,28</b>	<b>6,01</b>

Sumber: BPS dan Bank Indonesia

<sup>1</sup>Lihat Bank Indonesia. Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 1998 – 2008.

<sup>2</sup>Kementerian Koordinator Bidang perekonomian Republik Indonesia. Siaran Pers Evaluasi Ekonomi 2008 Dan Prospek 2009 oleh Pemerintah RI. Jakarta, 5 Januari 2009. <http://www.ekon.go.id>

<sup>3</sup>Pembentukan Modal Tetap Domestik Bruto (PMTB)



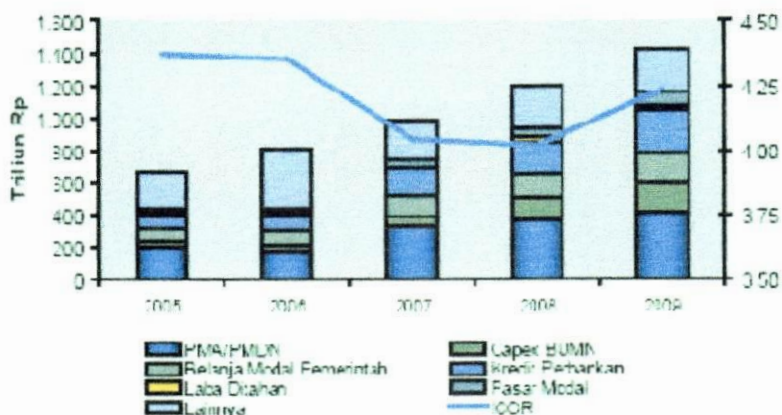
**Grafik 2.2 Pertumbuhan Ekonomi Menurut Penggunaan PDB**

Sumber: BPS dan Bank Indonesia

**Tabel 2.2 Pertumbuhan Ekonomi Menurut Sektor Ekonomi/ Sisi Penawaran (%)**

Sektor Ekonomi	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Pertanian	1.9	1.7	3.5	3.8	3.3	2.7	3.4	3.4	4.7
Pertambangan dan Penggalian	5.5	1.3	1.0	(1.4)	(4.5)	3.2	1.7	2.0	0.5
Industri Pengolahan	6.0	3.1	5.3	5.3	6.4	4.6	4.6	4.7	3.7
Listrik, Gas, dan Air Bersih	7.6	8.2	8.9	4.9	5.2	6.3	5.8	10.3	10.9
Bangunan	5.6	4.4	5.5	6.1	7.5	7.5	8.3	8.6	7.3
Perdagangan, Hotel, dan Restoran	5.7	3.7	4.3	5.3	8.3	8.3	6.4	8.4	7.2
Pengangkutan dan Komunikasi	8.6	7.8	8.4	12.2	12.8	12.8	14.4	14	16.2
Keuangan, Persewaan, dan Jasa Keuangan	4.6	5.4	6.7	6.7	6.7	6.7	5.5	8	8.2
Jasa-Jasa	2.3	3.1	3.8	4.4	5.2	5.2	6.2	6.6	6.4
<b>PDB</b>	<b>4.92</b>	<b>3.45</b>	<b>4.50</b>	<b>4.78</b>	<b>5.69</b>	<b>5.69</b>	<b>5.51</b>	<b>6.28</b>	<b>6.01</b>

Sumber: BPS dan Bank Indonesia



**Grafik 2.3 Pertumbuhan Ekonomi Menurut Sektor Ekonomi**

Sumber: BPS dan Bank Indonesia

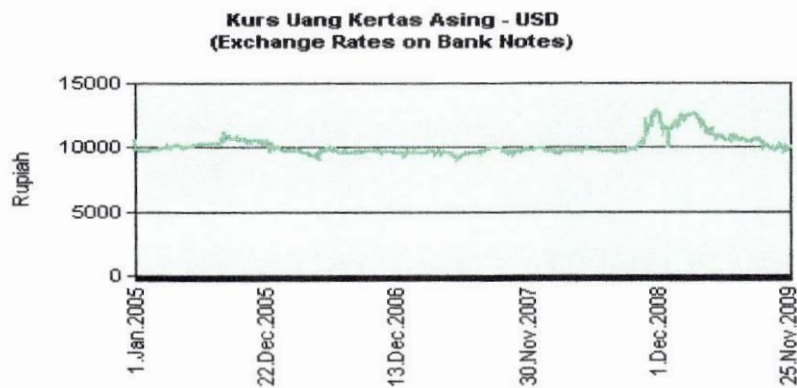
Indikator makroekonomi lainnya seperti inflasi, suku bunga, kurs rupiah, dan ekspor-impor, menunjukkan situasi yang relatif stabil, dan bahkan cenderung menguat. Pada tahun 1998, rata-rata tingkat inflasi mencapai 77,6%, pada tahun 2000 mulai stabil menjadi 9,35%, tahun 2004 menjadi 6,4%, dan pada tahun 2008 rata-rata tingkat inflasi kembali meningkat menjadi 11,06% dikarenakan melonjaknya harga minyak dan komoditas pangan dunia. Pada indikator suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) 1 bulan, pada tahun 1998 rata-rata SBI 1 bulan mencapai 38,4%, pada tahun 2000 mulai stabil menjadi 14,5%, tahun 2004 menjadi 7,43%, dan pada tahun 2008 rata-rata SBI 1 bulan menjadi 9,71%.



**Grafik 2.4 Perkembangan Fundamental Ekonomi Indonesia**

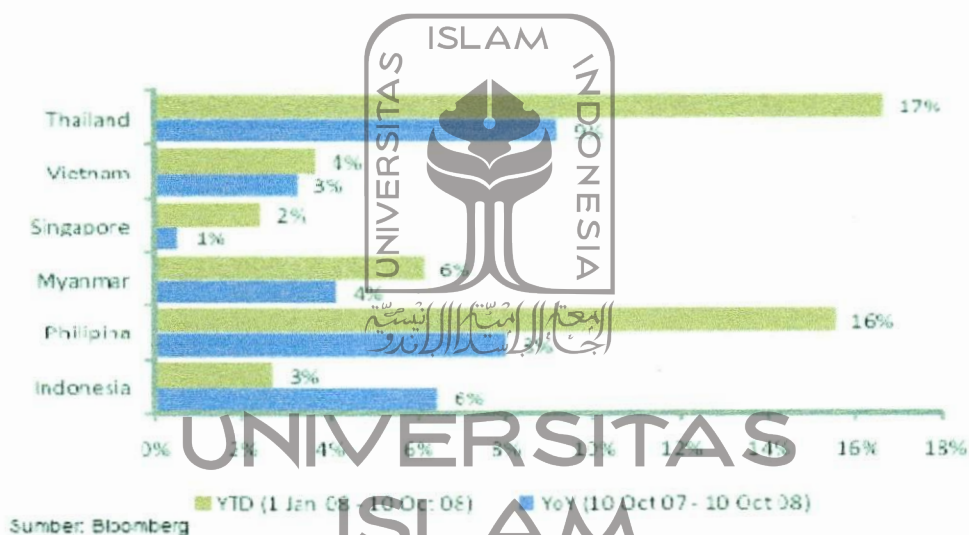
Pada indikator nilai kurs rupiah dengan perbandingan dolar Amerika (USD) rata-rata pada tahun 1998 Rp. 10.088/ USD, tahun 2000 Rp. 8.400/ USD, tahun 2004 Rp. 8.940/ USD, dan pada tahun 2008 Rp. 9.666/ USD. Pada tahun 2008 juga terlihat depresiasi rupiah terhadap USD masih normal jika dibandingkan dengan mata uang lain di Asia Tenggara.

UNIVERSITAS  
ISLAM  
INDONESIA



Source : Bank Indonesia

**Grafik 2.5 Perkembangan Kurs Rupiah terhadap Dolar Amerika**



**Grafik 2.6 Depresiasi Rupiah Terhadap USD dibandingkan dengan Mata Uang lain di Asia Tenggara**

Pada indikator kinerja ekspor, dalam periode tahun 1980 – 2008 struktur dan kinerja ekspor mengalami perkembangan yang menggembirakan, ekspor barang baik migas dan non migas, secara rata-rata meningkat 8,83% per tahun secara nominal,<sup>4</sup> walaupun memang pada akhir tahun 2008 (krisis keuangan global) tepatnya bulan Agustus 2008 nilai ekspor Indonesia mengalami penurunan 0,4% dari bulan Juli 2008

<sup>4</sup> *Ibid.*

namun secara kumulatif kinerja ekspor tahun 2008 meningkat 29,9% dari tahun 2007 dan selama periode Januari sampai Agustus 2008 nilai ekspor Indonesia mencapai USD 95,4 miliar.

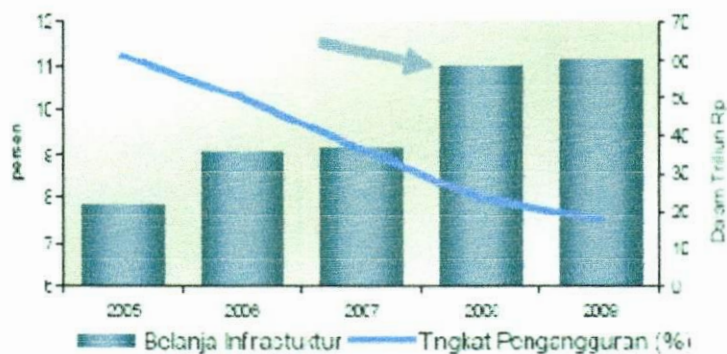
**Tabel 2.3 Perbandingan Pangsa Pasar Ekspor Utama Indonesia**

Negara	2003	Jan-Agust 2008	Perubahan
Amerika Serikat	14.7%	11.6%	-3.1%
Eropa	17.1%	13.9%	-3.2%
Jepang	14.4%	12.5%	-1.9%
RRC	5.9%	7.6%	1.7%
India	3.4%	6.5%	3.1%
Singapura	10.1%	9.8%	-0.3%
Korea Selatan	3.7%	4.4%	0.7
Taiwan	2.7%	2.6%	-0.1
Malaysia	4.9%	5.6%	0.7
Australia	2.7%	1.9%	-0.4
Lainnya	20.3%	23.7%	3.4

Sumber: BPS dan Depdag

Pada indikator ketenagakerjaan dan peningkatan peluang kerja, peningkatan kesempatan kerja terus terjadi dari tahun ke tahun. Jika tahun 2004, kesempatan kerja yang tersedia sebesar 0,91 juta, pada tahun 2005 telah ada 1,5 juta kesempatan kerja. Di tahun 2006, menjadi 2,4 juta dan tahun 2007 meningkat lagi menjadi 4,4 juta kesempatan kerja. Dengan terus meningkatnya penciptaan kesempatan kerja, tentu saja angka pengangguran pun bergerak turun. Pada bulan Agustus 2006, angka pengangguran mencapai 11,93 juta orang atau 10,28 persen dari total angkatan kerja. Angka tersebut turun menjadi 10,54 juta orang atau 9,50 persen dari total angkatan kerja pada Februari 2007. *Trend* itu berlanjut hingga akhir 2007, di mana angka

pengangguran turun menjadi sebesar 10,01 juta orang atau 9,11 persen dari total angkatan kerja.<sup>5</sup>



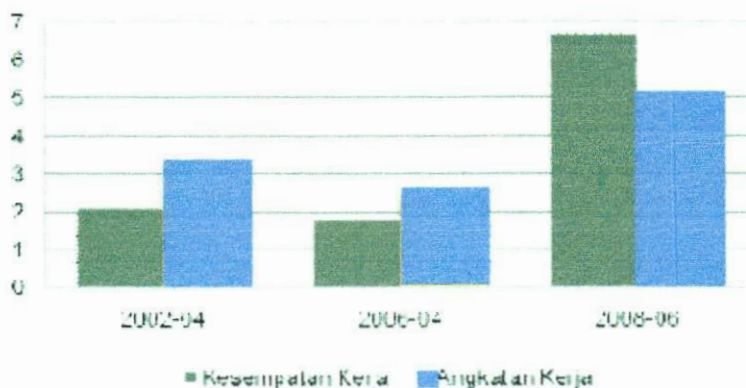
**Grafik 2.7 Tingkat Pengangguran dan Belanja Infrastruktur**

Sumber: Depkominfo, Depkeu, dan Bappenas

Selama tahun 2005-2007, jumlah lapangan kerja meningkat sekitar 6 juta. Kesempatan kerja pada sektor industri di perkotaan mengalami penurunan 229.000, akan tetapi di pedesaan meningkat sebesar 1,4 juta. Pada sektor pertanian di perkotaan, kesempatan kerja mengalami sedikit penurunan sekitar 211.000. Sebaliknya, di pedesaan bertambah 107.000. Di sektor produksi, pertumbuhan lapangan kerja di dominasi sektor jasa yang berkontribusi sekitar 2,7 juta di perkotaan dan 2,2 juta di pedesaan. Peningkatan lapangan kerja telah berhasil menurunkan angka pengangguran terbuka. Penciptaan lapangan kerja produktif diupayakan terus dan konsisten agar pengangguran terbuka semakin berkurang untuk mencapai target sebesar 5,1 persen pada tahun 2009.<sup>6</sup>

<sup>5</sup> Depkominfo, Depkeu, & Bappenas, 2009. Memahami Krisis Keuangan Global: Bagaimana Haris Bersikap? Jakarta: Badan Informasi Publik Departemen Komunikasi dan Informasi. hal. 30

<sup>6</sup>*Ibid.* hal. 31



**Grafik 2.8 Perbandingan Kesempatan Kerja dan Tambahan Angkatan Kerja (dalam Juta)**

Sumber: Depkominfo, Depkeu, dan Bappenas

**Tabel 2.4 Perbandingan Indikator Ekonomi Indonesia dengan Beberapa Negara Asia**

Kemajuan Ekonomi Setelah krisis Ekonomi 1997/98 Negara Asia (% atau % thd PDB untuk Utang LN)									
Beberapa Negara Asia	Laju Pertumbuhan Ekonomi			Inflasi		Utang Luar Negeri		Tk. Pengangguran	
	1998-04	2005-07	2008	1998	2008	2002	2008	2000	2008
Indonesia	1.5	5.8	6.2	5.8	11.0	64.9	30.7	8.3	8.3
Thailand	5.0	5.0	4.5	8.1	3.0	48.8	29.9	2.4	1.4
Malaysia	5.6	6.0	5.7	5.2	4.3	48.4	31.3	3.5	3.3
Filipina	5.9	4.8	2.7	9.3	4.5	69.8	45.4	11.2	7.3
Korea Selatan	6.1	5.0	4.1	7.7	3.0	25.8	39.4	4.4	3.5

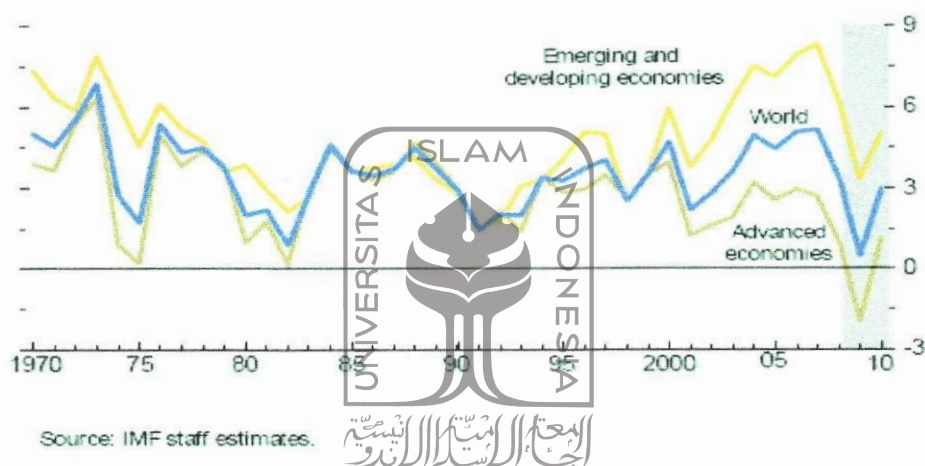
Sumber: IMF, International Financial Statistics

## B. Krisis Keuangan Global dan Perekonomian Indonesia

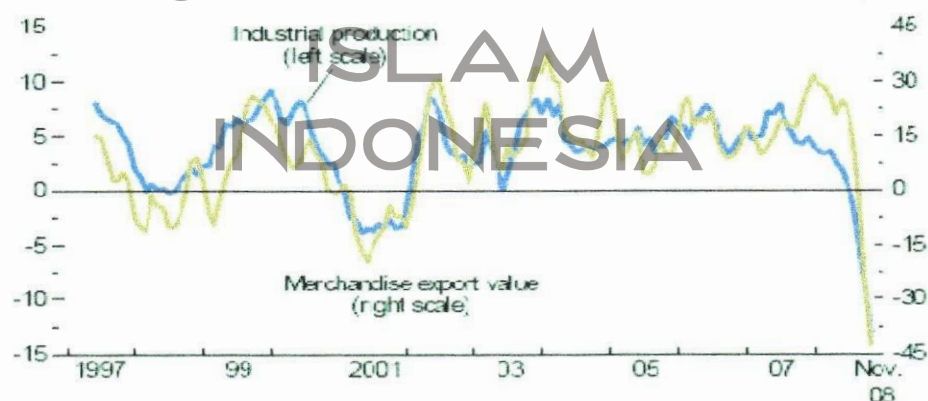
### 1. Krisis Keuangan Global 2008

Krisis keuangan global telah terjadi, berbagai pihak mengaitkannya dengan kondisi perekonomian negara Amerika Serikat. Ketika kondisi perekonomian sebuah negara adidaya berubah dan mengalami guncangan, dapat dipastikan akan membawa

konsekuensi yang luas pada perekonomian dunia. Media massa di berbagai belahan dunia dengan gencar memberitakan krisis keuangan Amerika Serikat (AS) yang telah mempengaruhi tatanan sistem keuangan berbagai negara di benua Amerika, Eropa, Asia Pasifik, Asia Selatan, bahkan Timur Tengah. Dampak krisis keuangan global ini dapat dilihat pada grafik 2.7 dan 2.8 di bawah ini.



**Grafik 2.9 Pertumbuhan Ekonomi Global (%)**



**Grafik 2.10 Pertumbuhan Sektor Manufaktur dan Perdagangan Global (%)**

### a. Bermula dari *Suprime Mortgage*

Sejak tahun 1925, di Amerika Serikat sudah ada Undang-undang *Mortgage*, peraturan yang berkaitan dengan sektor properti, termasuk kredit pemilikan rumah. Semua warga AS, asalkan memenuhi syarat tertentu, bisa mendapatkan kemudahan kredit kepemilikan properti, seperti KPR. Kemudahan pemberian kredit terjadi ketika harga properti di AS sedang naik. Kegairahan pasar properti membuat spekulasi di sektor ini meningkat. Para penyedia kredit properti memberikan suku bunga tetap selama tiga tahun. Hal itu membuat banyak orang membeli rumah dan berharap bisa menjual dalam tiga tahun sebelum suku bunga disesuaikan.<sup>7</sup>

Permasalahannya, banyak lembaga keuangan pemberi kredit properti di Amerika Serikat menyalurkan kredit kepada penduduk yang sebenarnya tidak layak mendapatkan pembiayaan. Mereka adalah orang dengan latar belakang *non-income non-job non-activity (NINJA)* yang tidak mempunyai kekuatan ekonomi untuk menyelesaikan tanggungan kredit yang mereka pinjam.<sup>8</sup>

Situasi tersebut memicu terjadinya kredit macet di sektor properti (*subprime mortgage*). Selanjutnya, kredit macet di sektor properti mengakibatkan efek domino ambrohnya lembaga-lembaga keuangan besar di Amerika Serikat. Hal ini disebabkan

---

<sup>7</sup> *Ibid.* hal. 4

<sup>8</sup> *Ibid.*

karena lembaga pembiayaan sektor properti pada umumnya meminjam dana jangka pendek dari pihak lain, termasuk lembaga keuangan.<sup>9</sup>

Jaminan yang diberikan perusahaan pembiayaan kredit properti adalah surat utang, mirip *subprime mortgage securities*, yang dijual kepada lembaga-lembaga investasi dan investor di berbagai negara. Padahal, surat utang itu ditopang oleh jaminan debitor yang kemampuan membayar KPR-nya rendah. Dengan banyaknya tunggakan kredit properti, perusahaan pembiayaan tidak bisa memenuhi kewajibannya kepada lembaga-lembaga keuangan, baik bank investasi maupun *asset management*. Hal itu mempengaruhi likuiditas pasar modal maupun sistem perbankan.<sup>10</sup>

Setelah itu, terjadi pengeringan likuiditas lembaga-lembaga keuangan akibat tidak memiliki dana aktiva untuk membayar kewajiban yang ada. Ketidakmampuan bayar kewajiban tersebut membuat lembaga keuangan lain yang memberikan pinjaman juga terancam bangkrut. Kondisi yang dihadapi lembaga-lembaga keuangan besar di Amerika Serikat juga mempengaruhi likuiditas lembaga keuangan lain, yang berasal dari Amerika Serikat maupun di luar Amerika Serikat. Terutama lembaga yang menginvestasikan uangnya melalui instrumen lembaga keuangan besar di Amerika Serikat. Di sinilah krisis keuangan global bermula.<sup>11</sup>

---

<sup>9</sup> *Ibid.*

<sup>10</sup> *Ibid.* hal. 4-5

<sup>11</sup> *Ibid.* hal. 5

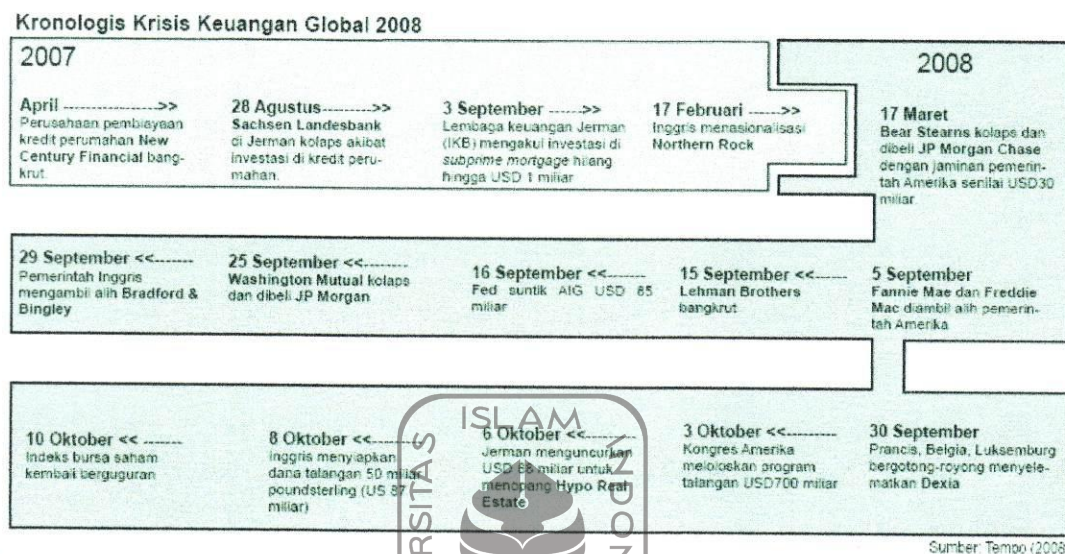
Untuk menghindari meluasnya krisis *subprime mortgage* dan membawa dampak buruk terhadap perekonomian Amerika Serikat, pemerintah Amerika Serikat dan Bank Sentral Amerika (The Fed) mengeluarkan kebijakan untuk membantu beberapa lembaga-lembaga keuangan besar tersebut. Upaya tersebut sekaligus dikemas dalam kebijakan moneter untuk menekan angka inflasi serta menstabilkan nilai tukar mata uang dolar Amerika Serikat. Rangkaian tindakan antisipasi di Amerika Serikat telah dimulai pada tanggal 5 September. Saat itu, pemerintah AS mengambil alih perusahaan pembiayaan Fannie Mae dan Freddie Mac untuk penyehatan arus kas dua perusahaan tersebut. Selanjutnya, pada tanggal 16 September The Fed mengucurkan pinjaman USD 85 miliar ke American International Group untuk mengambil alih 80 persen saham perusahaan asuransi tersebut.<sup>12</sup>

Pada tanggal 18 September 2008, Pemerintah AS meminta Kongres untuk menyetujui paket penyelamatan ekonomi, berupa dana talangan pemerintah (*bailout*) USD 700 miliar. Presiden George Bush menyatakan perekonomian AS dalam bahaya jika Kongres tidak menyetujui rencana *bailout*. Meskipun demikian, tanggal 29 September 2008, Kongres AS menolak rencana *bailout*. Akibatnya, Indeks Dow Jones merosot 778 poin, posisi yang terbesar dalam sejarah pasar saham di Amerika Serikat. Akhirnya tanggal 3 Oktober 2008, Kongres menyetujui *bailout*. Selanjutnya, Presiden Bush menandatangani UU Stabilisasi Ekonomi Darurat 2008. Undang-Undang yang memuat rencana pengucuran dana talangan pemerintah (*bailout*)

---

<sup>12</sup> *Ibid.*

sebesar USD 700 miliar untuk mengambil alih beberapa perusahaan dan lembaga keuangan yang merugi di pasar modal AS.<sup>13</sup>



**Gambar 2.1 Kronologis Krisis Keuangan Global 2008<sup>14</sup>**

## b. Krisis Keuangan AS yang Menglobal

Masalah *subprime mortgage* di Amerika Serikat sebenarnya sudah mulai terlihat sejak Agustus 2007. Hal itu sudah ditengarai akan menjadi gelembung *subprime (bubble)*, akan tetapi pemerintah Amerika Serikat terus mengucurkan uang dan menurunkan suku bunga untuk mengangkat sektor industri teknologi yang mengalami penurunan. Usaha Pemerintah AS dengan mengucurkan dana talangan pemerintah sebesar USD 700 miliar, hanya sementara saja dapat meredam gejolak pasar. Pasalnya, mayoritas investor di seluruh dunia terpaksa menjual portofolio

<sup>13</sup> *Ibid.* hal. 7

<sup>14</sup> Tempo (2008), dalam Depkominfo, Depkeu, & Bappenas, 2009. Memahami Krisis Keuangan Global: Bagaimana Haris Bersikap? Jakarta: Badan Informasi Publik Departemen Komunikasi dan Informasi. hal. 6

saham yang dimiliki secara besar-besaran untuk menutupi kebutuhan likuiditas sehingga mengakibatkan terhempasnya pasar modal dunia. Secara khusus di Wall Street, mayoritas investor yang mengalami kerugian pada saat indeks saham jatuh 777,7 poin akibat penolakan *bailout* oleh *House of Representative*, ikut juga menjual portofolio yang ditanam di berbagai negara, termasuk di Indonesia.<sup>15</sup>



**Gambar 2.2 Kinerja Bursa Dunia 14 Oktober 2008**

Pada tanggal 10 Oktober, indeks bursa berbagai negara kembali jatuh, sehingga sepuluh bank sentral dari berbagai negara menurunkan suku bunga agar beban utang para investor yang merugi tidak semakin besar. Hingga Agustus 2008, dampak krisis

<sup>15</sup> Depkominfo, 2008. *op. cit.* hal. 7

mengakibatkan jumlah penganggur di Inggris melejit menjadi 1,79 juta orang atau 5,7 persen dari angkatan kerja. Menurut *International Labour Organization*, inilah tingkat pengangguran terparah sejak Juli 1991. Semua sinyal itu menunjukkan perekonomian Inggris sedang mengarah ke resesi, Dana Moneter Internasional (IMF) meramalkan pertumbuhan ekonomi negeri Ratu Elizabeth itu tahun depan bakal minus 0,1 persen.<sup>16</sup>

Gelombang krisis ekonomi juga telah melanda negara-negara Eropa Timur. kredit yang dulu begitu mudah didapatkan di pasar keuangan sekarang sudah mulai susah didapatkan. Ukraina sudah mengajukan proposal pinjaman ke Dana Moneter Internasional sebesar USD 14 miliar untuk menjaga likuiditas perbankan. Hungaria bahkan sudah memiliki utang dari Bank Sentral Eropa USD 6,7 miliar. Sementara itu, Dana Moneter Internasional memperkirakan Estonia dan Latvia akan menjadi korban terparah. Pertumbuhan ekonomi Estonia tahun ini diperkirakan minus 1,5 persen dan tahun depan 0,5 persen. Ekonomi Latvia, negara di Laut Baltik, tahun ini bakal minus 0,9 persen dan pada 2009 minus 2,2 persen. Beberapa negara lain yang mengandalkan pendapatan dari minyak bumi atau gas, seperti Rusia, juga terpukul akibat kejatuhan harga komoditas tersebut. Melihat situasi tersebut di atas, krisis keuangan yang menimpa Amerika Serikat dengan cepat merembet ke seluruh dunia. Setiap

---

<sup>16</sup> *Ibid.* hal. 8-9

pemerintahan berusaha mencegah agar krisis tidak semakin dalam melumpuhkan perekonomian negara masing-masing.<sup>17</sup>



**Gambar 2.3 Dampak Krisis di Beberapa Kawasan**  
Sumber: Depkominfo, Depkeu, dan Bappenas, 2009

**Tabel 2.5 Dampak Krisis di Kawasan Eropa**

Dampak Krisis	Irlandia	Rusia	Belanda	Inggris	Prancis	Jerman
Bank/ Institusi Keuangan/ Korporasi Bangkrut	X	X	X	X	X	X
Bank/ Institusi Keuangan/ Korporasi Merugi	X	X	X	X	X	X
Inflasi meningkat	X	X	X	X	X	X
Pertumbuhan ekonomi menurun	X	X	X	X	X	X
Indeks Bursa Saham runtuh	X	X	X	X	X	X

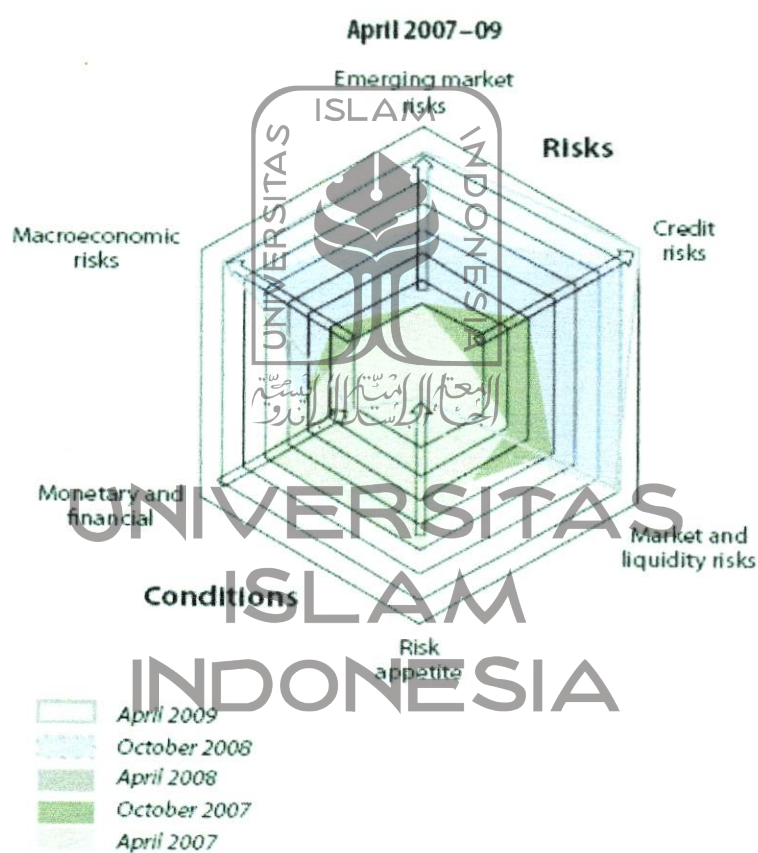
Sumber: Depkominfo, Depkeu, dan Bappenas (2009)

<sup>17</sup> *Ibid.* hal. 9

**Tabel 2.6 Dampak Krisis di Kawasan Asia-Pasifik**

Dampak Krisis	Cina	Taiwan	Singapura	Philipina	Jepang	Australia
Bank/ Institusi Keuangan/ Korporasi Bangkrut			X			
Bank/ Institusi Keuangan/ Korporasi Merugi	X	X	X	X	X	X
Inflasi meningkat	X	X	X	X	X	X
Pertumbuhan ekonomi menurun	X	X	X	X	X	X
Indeks Bursa Saham runtuh	X	X	X	X	X	X

Sumber: Depkominfo, Depkeu, dan Bappenas (2009)



**Gambar 2.4 Perubahan Stabilitas Keuangan Global April 2007-2009**

Sumber: IMF (2010)

## 2. Pengaruh Krisis Keuangan Global Terhadap Perekonomian Indonesia

Sifat perekonomian Indonesia yang *open economy* (perekonomian terbuka) menyebabkan perkembangan ekonomi global berpengaruh terhadap kinerja perekonomian Indonesia. Hal ini terlihat pada krisis keuangan global tahun 2008, setelah mengalami perkembangan yang sangat baik sampai dengan pertengahan tahun 2008, kemudian perekonomian Indonesia terkena dampak dan ancaman krisis keuangan 2008 dengan terjadinya penurunan ekspor dan melambatnya pertumbuhan ekonomi.

Paling tidak terdapat tujuh indikator ekonomi penting lain yang terpengaruh di awal krisis ekonomi global, yang bias menjadi cikal bakal terjadinya resesi ekonomi Indonesia jika tidak teratasi dengan baik. indikator-indikator tersebut adalah:<sup>18</sup>

- 1) Pelemahan nilai tukar rupiah terhadap dolar AS yang sempat menyentuh level Rp, 12,000 per US\$;
- 2) Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Bursa Efek Indonesia (BEI) yang turun sangat drastis dibandingkan dengan awal Januari 2008;
- 3) Harga komoditi di pasar internasional yang anjlok tajam mengikuti tren penurunan harga minyak mentah internasional, sebagai akibat turunnya permintaan dunia secara tajam;

---

<sup>18</sup> Yendra, Melvi, *et. al.*, 2009. *Indonesia Economic Outlook 2010*. Jakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia dan PT. Grasindo. hal. 32

- 4) Kelangkaan likuiditas di sector perbankan;
- 5) Penurunan cadangan devisa;
- 6) Memburuknya kinerja ekspor nasional; dan
- 7) Beban Pembayaran utang luar negeri pemerintah dan sektor swasta.

Terkait dengan pengaruh krisis keuangan global terhadap perekonomian Indonesia, Menko Perekonomian Sri Mulyani Indrawati mengatakan dia cukup optimis pertumbuhan ekonomi Indonesia tahun 2009 dapat mencapai 5%. Dalam penjelasannya Menko Sri Mulyani mengatakan:

“Sekalipun harus menghadapi dampak krisis keuangan global, perekonomian Indonesia tahun 2009 akan dapat tumbuh dengan 5%. Hal itu berdasarkan evaluasi kinerja perekonomian Indonesia selama 5 tahun terakhir dan realisasi APBN tahun 2008 yang baru saja lewat. Defisit APBN 2008 yang hanya mencapai 0,1% dari PDB, jauh lebih rendah dari rencana semula sebesar 2,1% dari PDB, memberikan ruang gerak yang lebih leluasa bagi Pemerintah melaksanakan program-program mendorong pertumbuhan, penciptaan lapangan kerja dan mengurangi kemiskinan. Sisa Lebih Penggunaan Anggaran (SILPA) APBN 2008 sebesar Rp 51,3 triliun merupakan *blessing in disguised* di tengah-tengah krisis global saat ini, karena Pemerintah dapat menggunakan sebagian dari jumlah itu untuk mendorong pertumbuhan ekonomi di tengah-tengah kelesuan global.”<sup>19</sup>

### 3. Model Krisis Keuangan

Dalam perjalanannya, terdapat beberapa model teoritis mengenai krisis keuangan yang berkembang dari waktu ke waktu. Model pertama dari teori krisis ini adalah *The First Generation of Crisis*, yang diperkenalkan oleh Salant dan

<sup>19</sup> Hal itu disampaikan pada dialog “EVALUASI EKONOMI 2008 DAN PROSPEK 2009” dengan para editor media massa dan pakar ekonomi di kantornya hari ini. Pada pertemuan itu, Menko Sri Mulyani didampingi oleh 8 menteri di bidang ekonomi. (Kementerian Koordinator Bidang perekonomian Republik Indonesia. Siaran Pers Evaluasi Ekonomi 2008 Dan Prospek 2009 oleh Pemerintah RI. Jakarta, 5 Januari 2009. <http://www.ekon.go.id>)

Handerson (1978) yang kemudian dikembangkan lebih lanjut oleh Krugman (1979) dan Flood dan Garber (1984). Krisis ini disebut krisis nilai tukar atau krisis neraca pembayaran dengan asumsi Negara tersebut merupakan *small open economy* dan menganut rezim nilai tukar tetap (*fixed exchange*).<sup>20</sup>

Model kedua dari krisis disebut *The Second Generation of Crisis* atau krisis generasi kedua, yang dipengaruhi oleh aksi spekulasi. Suatu Negara dapat menjadi korban serangan spekulasi semata-mata dengan adanya perubahan yang kurang menguntungkan (*adverse shift*) pada sentimen atau kepercayaan pasar yang sama sekali tidak berkaitan dengan fundamental ekonominya. Model generasi kedua ini mengasumsikan bahwa pemerintah memiliki kecenderungan sama untuk meninggalkan atau mempertahankan nilai tukar mata uang domestik. Para pelaku ekonomi kemudian mengantisipasi kemungkinan dengan terburuk (pemerintah tidak mempertahankan mata uang domestik) dan berupaya memperkecil resiko dengan beraksi menyerang mata uang domestik yang pada gilirannya semakin memperburuk krisis (*self-fulfilling expectation*).<sup>21</sup>

Model ketiga dari krisis disebut *The Third Generation of Crisis*, yang terjadi di Asia tahun 1997/1998 merupakan gabungan antara krisis nilai tukar dengan krisis perbankan (*twin crisis*). Menurut Goldstein, Kaminsky dan Reinhart (2000), krisis perbankan ditandai dengan bank runs, closures, mergers, takeovers, dan bantuan

---

<sup>20</sup> Lihat Arifin, Sjamsul, *et. al.*, 2007. IMF dan Stabilitas Keuangan Internasional. Jakarta: PT. Alex Media Komputindo Kelompok Gramedia. hal. 18

<sup>21</sup> *Ibid.* hal. 19

pemerintah dalam jumlah besar untuk bank atau kelompok bank tertentu.<sup>22</sup> Penyebab krisis dari sudut pandang pendekatan ini terutama turunnya permintaan kreditur asing terhadap asset keuangan domestic yang dipicu oleh hilangnya kepercayaan terhadap kemampuan Negara, otoritas dan system perbankan atau perusahaan dalam melunasi segala bentuk hutangnya termasuk hutang luar negeri.<sup>23</sup>

### C. Perkembangan Ekonomi Syariah di Indonesia

Krisis keuangan global 2008 dan 2009 yang dipacu fenomena penggelembungan ekonomi (*bubble economics*), memicu orang untuk meninjau kembali sistem perbankan dan melirik keuangan syariah. “Terbukti lebih andal.” Hal ini juga dengan tegas disampaikan Darmin Nasution saat uji kelayakan di DPR, “Keuangan syariah dianggap dapat berkontribusi dalam tatanan sistem perekonomian dengan resiliensi tinggi”.<sup>24</sup>

Maraknya geliat penerapakan ekonomi syariah di Indonesia, akhir-akhir ini , bak jamur yang tumbuh subur saat musim hujan. Tahun 1992 sebagai langkah awal perbankan syariah menarik nafas untuk berjalan, sedikit demi sedikit, telah mencapai berbagai daerah tujuan yang diidamkan. Walaupun lamban, geliat langkah demi

<sup>22</sup> Menurut Ingves (2003), krisis perbankan dapat dikategorikan lagi menurut penyebabnya, yaitu krisis perbankan yang bersifat ekonomi mikro (*bad banking*) dan krisis yang bersifat ekonomi (*bad operating environment*). *Ibid.* hal. 20

<sup>23</sup> *Ibid.* hal. 20-21

<sup>24</sup> “Darmin: Keuangan Syariah Lebih Tahan”. *Republika*, 22/07/2010

langkah patut diapresiasi dengan “kegembiraan”. Data statistik perbankan syariah tahun 2009 menunjukkan perkembangan yang signifikan. Tidak hanya di sektor perbankan, praktik ekonomi syariah juga menunjukkan geliatnya pada lembaga keuangan lainnya, seperti asuransi, pasar modal, reksadana, koperasi syariah, dan lainnya.

Setelah berdirinya bank syariah pertama pada tahun 1992, yaitu Bank Muamalat Indonesia, industri keuangan syariah mulai mengalami *booming* sejak 1999 yang ditandai dengan kehadiran bank syariah kedua, Bank Syariah Mandiri, dan masuknya bank konvensional ke industri keuangan syariah melalui pendirian Unit Usaha Syariah (UUS) yang dirintis pertama kali oleh bank IFI. Dalam lima tahun terakhir, pertumbuhan asset perbankan syariah rata-rata mencapai 60% per tahunnya. Pertumbuhan jaringan yang luar biasa, hingga Desember tahun 2009, terdapat 6 Bank Umum Syariah (BUS), 25 UUS dari bank konvensional, 139 BPRS, dan 1.223 kantor layanan unit syariah.<sup>25</sup>

**Tabel 2.7 Perkembangan Kelembagaan dan Kinerja Bank Syariah**

Indikator Utama	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Kelembagaan</b>						
Bank Umum Syariah (BUS)	2	3	3	3	3	5
Unit Usaha Syariah (UUS)	8	15	19	20	26	27
Jumlah Kantor (BUS & UUS)	253	355	415	531	594	822
Jumlah <i>office channelling</i>	-	-	-	456	1.195	1.470
<b>Kinerja</b>						
Total Asset (miliar Rp.)	7.858	15.325	20.879	26.722	36.538	49.555
DPK (miliar Rp.)	5.725	11.862	15.582	20.672	28.012	36.852

<sup>25</sup>Lihat Bank Indonesia. Statistik Perbankan Syariah (*Islamic Banking Statistik*), Desember 2009

PYD (miliar Rp.)	5.530	11490	15.232	20.445	27.944	38.195
FDR (PYD/DPK, %)	96,60	96,86	97,75	98,90	99,76	103,64
NPF gross (%)	2,34	2,35	2,82	4,75	4,05	3,95
CAR (%)	-	-	-	-	10,76	11,34

Sumber: Bank Indonesia

**Tabel 2.8 Perkembangan Jenis-Jenis Pembiayaan (miliar Rp.)**

Jenis Pembiayaan	2005	2006	2007	2008
<i>Musyarakah</i>	1.898	2.335	4.406	7.411
<i>Mudharabah</i>	3.124	4.062	5.578	6.205
<i>Piutang Murabahah</i>	9.487	12.624	16.553	22.486
<i>Piutang Istishna</i>	282	337	351	369
<i>Piutang Qardh</i>	125	250	540	959
<i>Ijarah</i>	316	836	516	765
Total	15.232	20.445	27.944	38.195

Sumber: Bank Indonesia

Demikian halnya dengan industri asuransi dan reasuransi syariah atau dikenal dengan rata-rata pertumbuhan 65% per tahun. Pada Maret 2009 tercatat jumlah perusahaan asuransi yang memiliki unit syariah sebanyak 38 unit dan 3 diantaranya merupakan perusahaan asuransi syariah murni. Hingga triwulan II 2009, pangsa pasarnya telah mencapai 2,46% dari premi asuransi secara keseluruhan di Indonesia. Padahal industri ini baru berkembang pada tahun 2003, setelah sempat stagnan setelah perusahaan asuransi syariah Takaful pertama didirikan pada tahun 1994.

Sejalan dengan perkembangan industri perbankan dan asuransi syariah tersebut, perkembangan kedua industri tersebut menimbulkan kebutuhan sumberdana atau investasi dengan produk-produk berbasis syariah. Fenomena ini mendorong lahir dan berkembangnya kegiatan pasar modal syariah di Indonesia. Hingga bulan

Desember 2009 nilai kapitalisasi pasar saham-saham yang sesuai dengan syariah di Jakarta Islamic Index (JII) mencapai Rp. 923 triliun atau 46,81%.<sup>26</sup>

Dalam sektor non-keuangan, khususnya institusi Zakat, Infaq, Sedekah, dan Wakaf (ZISWAF) yang merupakan *voluntary sector* juga mengalami perkembangan. Pada tahun 2002 total ZISWAF yang berhasil terkumpul dan tercatat pada Badan Zakat Amil Nasional (BAZNAS) sebesar Rp. 68,39 milyar, terus berkembang dan pada tahun 2007 total ZISWAF yang terkumpul sebesar Rp. 361,33 milyar.

**Tabel 2.9 Penghimpunan ZIS-BAZNAS dan Jaringan BAZNAS tahun 2002-2007**

NO	NAMA LEMBAGA	Penerimaan ZIS (Ribuan Rp.)					
		2002	2003	2004	2005	2006	2007
I	BAZNAS (konter)	921.048	2.700.073	3.322.092	31.406.810	20.026.660	14.592.016
II	UPZ BAZNAS *)	-	-	-	-	8.289.356	12.308.613
III	BAZDA Prov*)	11.589.000	14.177.504	18.412.132	30.301.714	114.406.553	102.629.312
IV	LAZ *)	55.680.209	68.405.946	128.354.888	233.986.019	230.613.161	219.412.453
	<b>TOTAL</b>	<b>68.391.097</b>	<b>85.283.523</b>	<b>150.089.112</b>	<b>295.592.403</b>	<b>373.173.447</b>	<b>361.333.307</b>

Sumber: BAZNAS<sup>27</sup>

#### D. Perkembangan Keuangan Islam Global dan Posisi Indonesia

Industri keuangan syariah memesonakan dunia global. Sejumlah negara pun mengembangkan industri nonribawi ini. Pertumbuhan industri keuangan syariah

<sup>26</sup>Lihat Bapepam-LK. Statistik Pasar Modal, minggu ke-4 Desember 2009. Perkembangan pasar modal syariah yang lebih komprehensif dapat dilihat pada Bab III Tesis ini.

<sup>27</sup>Penerimaan dana infak shadaqah tahun 2005 melonjak tinggi meningkat tajam merupakan penerimaan terbesar karena adanya bencana tsunami di Nanggroe Aceh Darussalam pada akhir Desember 2004 telah meningkatkan kepedulian masyarakat Indonesia untuk berbagi. Terlihat dari penerimaan dana infak tahun 2005 yang melonjak cukup tinggi dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Tahun 2006, gempa bumi yang melanda Yogyakarta dan sekitarnya juga telah mendorong masyarakat untuk berinfaq.

memang disebut paling pesat. Berdasarkan data *The Banker* tahun 2009, pertumbuhan aset keuangan Islam global mencapai 28,6% dengan total aset mencapai 822,1 miliar USD. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada tabel 2.9, sebagai berikut:

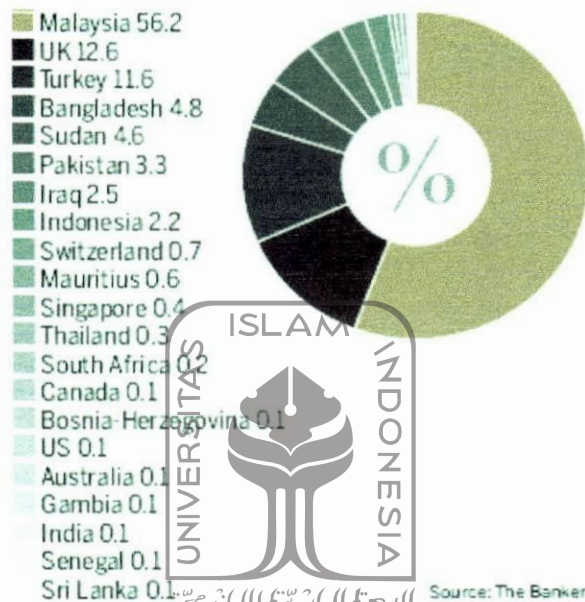
**Tabel 2.10 Perbandingan Aset Keuangan Islam Global  
(dalam juta USD)**

Wilayah	2006	2007	% Change	2008	% Change	2009	% Change
GCC (Gulf Cooperation Council, consisting of Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Saudi Arabia, dan the United Arab Emirates)	127.826,6	178.129,6	39,4	262.665,4	47,5	353.237,5	34,5
Non-GCC MENA (Middle East and North Africa)	136.157,6	176.822,2	29,9	248.264	40,4	315.090,5	26,9
MENA Total	263.984,2	354.951,7	34,5	510.929,4	43,9	668.328,5	30,8
Sub-Saharan	3.039,3	4.708	54,9	6.662,1	41,5	8.369,7	25,6
Asia	98.709,6	119.346,5	20,9	86.360,3	-27,6	106.797,3	23,7
Australia/Europe/America	20.300,2	21.475,7	5,8	35.105,2	63,5	38.654,8	10,1
<b>Global Total</b>	<b>386.033,3</b>	<b>500.481,9</b>	<b>29,6</b>	<b>639.067,9</b>	<b>27,7</b>	<b>822.135,1</b>	<b>28,6</b>

Sumber: *The Banker* (2009)

Dari data pada tabel 2.9 di atas, jumlah aset syariah keuangan global masih didominasi oleh negara-negara GCC (*Gulf Cooperation Council, consisting of Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Saudi Arabia, dan the United Arab Emirates*) dengan persentase aset syariahnya mencapai 42,9% atau 353,2 miliar USD dari seluruh total aset syariah keuangan global. Sedangkan posisi Indonesia yang berada pada kelompok negara non-MENA (*Middle East and North Africa*) persentase aser syariahnya jika dibandingkan dengan negara lain dalam kelompok non-MENA hanya

2,2%.<sup>28</sup> Untuk lebih jelasnya mengenai posisi Indonesia jika dibandingkan dengan negara lain dalam kelompok non-MENA dapat dilihat pada grafik 2.5, sebagai berikut:



**Grafik 2.11 Distribusi Aset Syariah Negara-Negara non-MENA Tahun 2009**

Dari sisi total aset berdasarkan sektor keuangan Islam global pada tahun 2007 dapat dilihat pada tabel 2.10 berikut:

**Tabel 2.11 Total Aset Berdasarkan Sektor Keuangan Islam Global Tahun 2007 (dalam miliar USD)**

Sektor	Jumlah (miliar USD)
<i>Islamic banks</i>	300
<i>Islamic windows</i>	200
<i>Sukuk</i>	70
<i>Islamic funds</i>	20
<i>Takaful</i>	4
<b>Total</b>	<b>594</b>

Sumber: Askari, *et. al.* (2010)<sup>29</sup>

<sup>28</sup> Lihat *The Banker*, 2009. *Special Supplement: Top 500 Financial Islamic Institution*, November 1. hal. 26

Sedangkan perkembangan bank Islam dilihat dari *market share* dari beberapa negara berdasarkan data ISI tahun 2006, adalah sebagai berikut:

**Tabel 2.12 Market Share Bank Islam di Beberapa Negara**

Negara	Share (%)
Saudi Arabia	19,54
Bahrain	18,97
Malaysia	16,30
Kuwait	14,64
UEA	14,39
Qatar	3,79
Egypt	2,83
Iran	2,82
Switzerland	1,86
Jordan	1,73
Bangladesh	1,24
Indonesia	1,11
Pakistan	0,35
United Kingdom	0,25
Palestine	0,09
Yemen	0,06
Rest	0,03

Sumber: ISI (2006)<sup>30</sup>

Dalam perbandingannya antara perkembangan keuangan Islam di beberapa negara (Aset Syariah), berdasarkan data *The Banker* tahun 2009, Indonesia menduduki peringkat ke-17 dari 25 negara yang terdaftar. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada tabel 2.12, sebagai berikut:

<sup>29</sup> Askari, et. al., 2010. *The Stability of Islamic Finance: Creating a Resilient Financial Environment for a Secure Future*. Singapore: John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd. hal. 186

<sup>30</sup> Askari, et. al., 2010. *Globalization and Islamic Finance: Convergence, Prospects, and Challenges*. Singapore: John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd. hal. 184

**Tabel 2.12 Peringkat 25 Negara-Negara Berdasarkan Aset Syariah**

Top 25 Countries by Sharia-Compliant Assets		
Rank	Coountries	Sharia-compliant assets \$m
1.	Iran	293,165.8
2.	Saudi Arabia	127,896.1
3.	Malaysia	86,488.2
4.	UAE	84,036.5
5.	Kuwait	67,630.2
6.	Bahrain	46,159.4
7.	Qatar	27,515.4
8.	UK	19,410.5
9.	Turkey	17,827.5
10.	Bangladesh	7453.3
11.	Sudan	7151.1
12.	Egypt	6299.7
13.	Pakistan	5126.1
14.	Jordan	4621.6
15.	Syria	3838.8
16.	Iraq	3815
17.	<b>Indonesia</b>	<b>3388.2</b>
18.	Brunei	3201.4
19.	Yemen	1318.3
20.	Switzerland	1040.6
21.	Mauritius	943.5
22.	Algeria	837.5
23.	Tunisia	632.3
24.	Singapore	618
25.	Thailand	495.5

Sumber: The Banker (2009)

Sedangkan pada tingkat institusi keuangan Islam, peringkat 25 terbaik di dunia berdasarkan data the Banker tahun 2009 dapat dilihat pada tabel 2.13, sebagai berikut:

**Tabel 2.12 Peringkat 25 Institusi Keuangan Islam Berdasarkan Aset Syariah**  
**TOP 25 INSTITUTIONS BY SHARIA-COMPLIANT ASSETS**

Rank	Institution	Country	Sharia-compliant assets \$m
1.	Bank Melli Iran, Tehran	Iran	59,621.8
2.	Al Rajhi Bank	Saudi Arabia	43,981.3
3.	Bank Saderat Iran, Tehran	Iran	43,067
4.	Bank Mellat, Tehran	Iran	41,650.6
5.	Kuwait Finance House	Kuwait	40,002.7
6.	Bank Tejarat, Tehran	Iran	31,807.6
7.	Bank Sepah, Tehran	Iran	26,378
8.	Dubai Islamic Bank, Dubai	UAE	23,941.4
9.	Parisian Bank	Iran	18,319
10.	Bank Keshavarzi (Agricultural Bank), Tehran	Iran	16,675
11.	HSBC Amanah (Global)	UAE	16,537
12.	National Commercial Bank Ltd, Jeddah	Saudi Arabia	16,135.5
13.	Abu Dhabi Islamic Bank	UAE	15,832.1
14.	Bank Rakyat	Malaysia	13,081
15.	Saudi British Bank	Saudi Arabia	12,288
16.	Al Baraka Banking Group	Bahrain	11,511.3
17.	Riyad Bank	Saudi Arabia	10,809.1
18.	Maybank Islamic Berhad	Malaysia	10,666.6
19.	Eghtesad Novin Bank	Iran	10,237.9
20.	Qatar Islamic Bank	Qatar	9215.1
21.	Arab National Bank	Saudi Arabia	8933.3
22.	Emirates NBD	UAE	8433.5
23.	BIMB Holdings	Malaysia	7459.9
24.	Bank Al Jazira	Saudi Arabia	7338.6
25.	Emirates Islamic Bank	UAE	7193.6

Sumber: The Banker (2009)

Moody's Investors Service memperkirakan, potensi keuangan Islam masih jauh lebih besar dari pertumbuhan aktual saat ini. Dengan kata lain, masih banyak ruang yang kosong dalam industri nonribawi ini. Sudah saatnya dunia bersegera membangun industri yang berprinsip syariah ini. Industri keuangan dinilai Moody's telah menemukan momentum baru saat ini. Perbankan syariah yang juga populer disebut *green banking*, adalah konsep yang relatif baru. Meski ekonomi global memburuk, total aset industri keuangan Islam pada tahun 2009, meningkat menjadi

950 miliar USD. Moody's memperkirakan potensi pasar bernilai sedikitnya 5 triliun USD dan industri yang terus berkembang global. Pelaku industri keuangan syariah perlu melakukan terobosan baru agar lebih atraktif bagi konsumennya. Dengan racikan pas antara sekuritisasi dan derivatif, industri keuangan syariah diyakini bakal melejit.<sup>31</sup> Ekonom keuangan syariah Abdul Mannan (2010) menjelaskan, untuk mengembangkan industri keuangan syariah, diperlukan sumber daya manusia (SDM) mumpuni yang dapat mengelola industri keuangan syariah yang asetnya diprediksi mencapai empat triliun USD dalam 10 tahun mendatang.<sup>32</sup>



# UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

---

<sup>31</sup> Lihat Siwi Tri Puji. "Moody's: Syariah Berpotensi, tapi Miskin Inovasi". *Republika*, 08/04/2010

<sup>32</sup> Wawancara *Republika*. "Abdul Mannan: Kembangkan SDM Keuangan Syariah". *Republika*, 26/07/2010

### BAB III

## PASAR MODAL SYARIAH DAN PASAR MODAL KONVENSIONAL

*“Yang halal itu jelas, dan yang haram itu juga jelas, di antara keduanya ada hal-hal yang syubhat (tidak jelas) yang tidak diketahui oleh kebanyakan manusia. Barangsiapa menjaga/menghindari dari syubhat, maka telah benar-benar selamat agama dan kehormatannya.”*

**-HR. Bukhari dan Muslim-**

*“Dalam ekonomi Islam pasar modal dapat memainkan peran yang sangat berguna.”*

**-Metwally-**

#### A. Pasar Modal Syariah

##### 1. Fungsi dan Tujuan Pasar Modal Syariah

Investasi dalam pengetahuan selalu memberikan hasil terbaik.<sup>1</sup> Dalam Islam investasi merupakan kegiatan muamalah yang sangat dianjurkan, karena dengan berinvestasi harta yang dimiliki menjadi produktif dan juga mendatangkan manfaat bagi orang lain. Al Qur'an dengan tegas melarang aktivitas penimbunan (*ikhtinaz*) terhadap harta yang dimiliki dan menganjurkan untuk berinvestasi. Firman Allah:

وَالَّذِينَ يَكْتُمُونَ الذَّهَبَ وَالْفِضَّةَ وَلَا يَنْفِقُونَهَا فِي سَبِيلِ اللَّهِ فَبَشِّرْهُمْ

بِعَذَابٍ أَلِيمٍ

dan orang-orang yang menyimpan emas dan perak dan tidak menafkahnnya pada jalan Allah, Maka beritahukanlah kepada mereka, (bahwa mereka akan mendapat) siksa yang pedih. (QS. At-Taubah (9): 34)

---

<sup>1</sup>Benjamin Franklin, dalam Horne dan Wachowich, 2007. Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan, Edisi 12. Terjm. Jakarta: Salemba Empat. hal. 358

Anjuran untuk investasi di muka bumi semakin dipertegas dengan adanya hadist Rasulullah Saw. yang berbunyi, “Jika hari kiamat tiba dan seorang di antaramu masih ada yang memegang tanaman (bibit sebuah pohon), maka tanamkanlah.” (HR. Ahmad). Hal senada juga dikatakan Umar bin al Khattab, “Niagakanlah harta anak yatim agar tidak termakan oleh zakat.”<sup>2</sup>

Untuk mengimplementasikan seruan investasi tersebut, maka harus diciptakan suatu sarana untuk berinvestasi. Banyak pilihan orang untuk menanamkan modalnya dalam bentuk investasi. Salah satu bentuk investasi adalah menanamkan hartanya di pasar modal. Pasar modal merupakan suatu kegiatan yang berkenaan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.<sup>3</sup> Institusi pasar modal syariah merupakan salah satu pengejawantahan dari seruan Allah tentang investasi tersebut.<sup>4</sup> Pembentukan pasar modal syariah merupakan pilar penting untuk mendukung terciptanya perekonomian bebas bunga dan berkeadilan.<sup>5</sup>

Pasar modal merupakan salah satu pilar penting dalam perekonomian dunia saat ini. Banyak industri dan perusahaan yang menggunakan institusi pasar modal

---

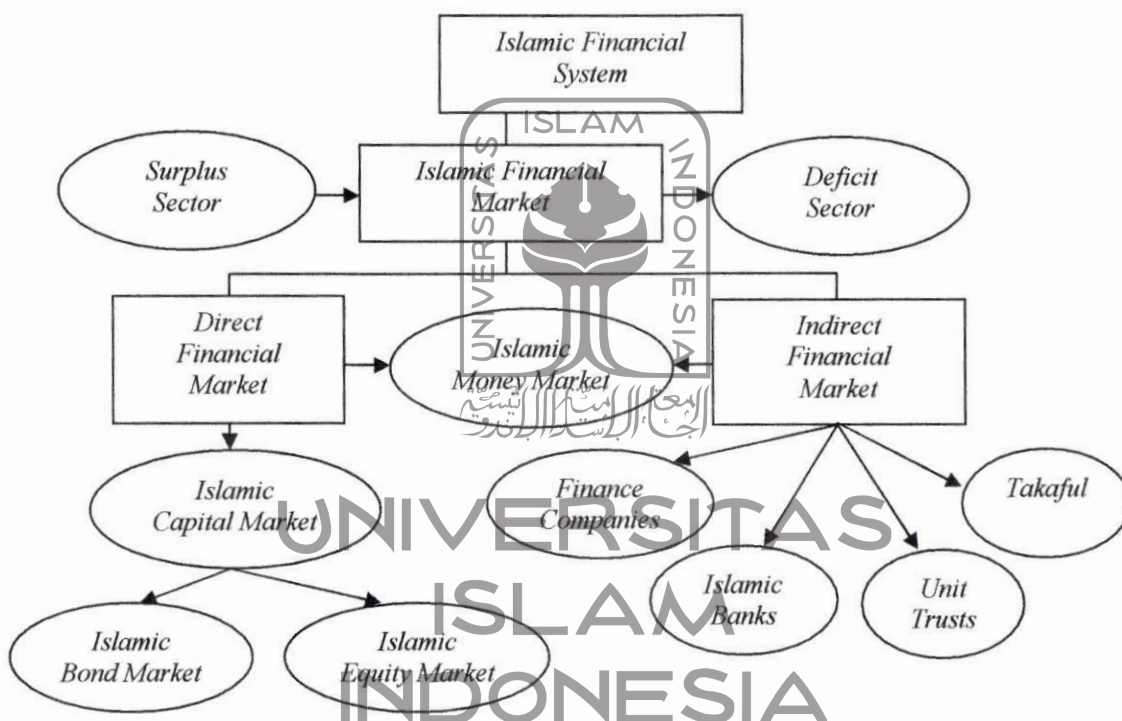
<sup>2</sup> Jaribah bin Ahmad al-Haristi, 2006. Fikih Ekonomi Umar bin Al-Khattab. Penerjemah: Asmuni Sholihin Zamakhsyi. Jakarta: Khalifa. hal. 508

<sup>3</sup> Republik Indonesia. Undang-Undang tentang Pasar Modal No.8 Tahun 1995

<sup>4</sup> Rizal, Sofyan, 2008. Saham Syariah, Pengertian, Peluang, dan Hambatannya di Indonesia. <http://alhikmah.ac.id/index.php?pilih=news&mod=yes&aksi=lihat&id=13>. Didownload tanggal 1/1/2010

<sup>5</sup> Chapra, M. Umer, 1997. Al Qur'an Menuju Sistem Monet Yang Adil (*Towards a just monetary system*, Penerjemah: Drs. Lukman Hakim, MA.). Yogyakarta: PT. Dana Bhakti Prima Yasa. hal. 71-76

sebagai media untuk menyerap investasi dan media untuk memperkuat posisi keuangannya. Bahkan, perekonomian moderen tidak akan mungkin eksis tanpa adanya pasar modal yang terorganisir dengan baik. Setiap hari terjadi transaksi triliunan rupiah melalui institusi ini.<sup>6</sup> Besarnya potensi pasar modal ini merupakan peluang bagi institusi pasar modal syariah dalam pengembangan industri-industri berbasis syariah di Indonesia.



**Gambar 3.1 Sistem Ekonomi Islam dan Pasar Modal Syariah**

Menurut Metwally, fungsi dari keberadaan pasar modal syariah, adalah sebagai berikut :<sup>7</sup>

<sup>6</sup> *Ibid.*

<sup>7</sup> Metwally, 1995. Teori dan Model Ekonomi Islam. Jakarta : PT. Bangkit Daya Insana. hal.

- 1) Memungkinkan bagi masyarakat berpartisipasi dalam kegiatan bisnis dengan memperoleh bagian dari keuntungan dan risikonya.
- 2) Memungkinkan para pemegang saham menjual sahamnya guna mendapatkan likuiditas.
- 3) Memungkinkan perusahaan meningkatkan modal dari luar untuk membangun dan mengembangkan lini produksinya.
- 4) Memisahkan operasi kegiatan bisnis dari fluktuasi jangka pendek pada harga saham yang merupakan ciri umum pada pasar modal konvensional.
- 5) Memungkinkan investasi pada ekonomi itu ditentukan oleh kinerja kegiatan bisnis sebagaimana tercermin pada harga saham.

## 2. Karakteristik Pasar Modal Syariah

Dalam mencapai fungsi dan tujuannya, pasar modal syariah hendaknya memiliki karakteristik khusus yang membedakan dengan pasar modal konvensional. Karakteristik yang diperlukan dalam membentuk pasar modal syariah menurut Metwally adalah sebagai berikut:<sup>8</sup>

- 1) Semua saham harus diperjualbelikan pada bursa efek;
- 2) Bursa saham perlu mempersiapkan pasca perdagangan dimana saham dapat diperjualbelikan melalui pialang;

---

<sup>8</sup> *Ibid.* hal. 178.

- 3) Semua perusahaan yang mempunyai saham yang dapat diperjualbelikan di Bursa efek diminta menyampaikan informasi tentang perhitungan (*account*) keuntungan dan kerugian serta neraca keuntungan kepada komite manajemen bursa efek, dengan jarak tidak lebih dari 3 bulan;
- 4) Komite manajemen menerapkan harga saham tertinggi (HST) tiap-tiap perusahaan dengan interval tidak lebih dari 3 bulan sekali;
- 5) Saham tidak boleh diperjual belikan dengan harga lebih tinggi dari HST;
- 6) Saham dapat dijual dengan harga dibawah HST;
- 7) HST ditetapkan dengan rumus sebagai berikut:

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

### 3. Landasan Hukum Pasar Modal Syariah

Secara umum hukum-hukum syariat tentang pasar modal, telah dirumuskan berdasarkan Lembaga Pengkajian Fiqih yang menginduk kepada *Rabithah al-Alam al-Islami*. Pada Lembaga Pengkajian tersebut telah merinci dan menetapkan hukum masing-masing transaksi itu dalam pertemuan ketujuh mereka yang diadakan pada tahun 1404 H, di Mekkah al-Mukharramah. Sehubungan dengan persoalan ini, majelis telah memberikan keputusan sebagai berikut:

*Pertama*, pasar modal (pasar bursa) itu target utamanya adalah menciptakan pasar tetap dan simultan di mana mekanisme pasar yang terjadi serta para pedagang dan pembeli dapat saling bertemu melakukan transaksi jual beli. Hal ini merupakan



minuman keras dan sejenisnya. Bila demikian, transaksi jual beli saham tersebut menjadi haram.

*Keempat*, transaksi langsung maupun berjangka terhadap kuitansi dengan sistem bunga yang berbagai macam bentuknya tidaklah diperbolehkan menurut syariah, karena semua itu adalah aktivitas jual beli yang didasarkan oleh riba yang diharamkan.

*Kelima*, transaksi berjangka dalam segala bentuknya terhadap barang gelap, yaitu saham-saham dan barang-barang yang tidak berada dalam kepemilikan penjual dengan cara yang berlaku dalam pasar modal tidaklah diperbolehkan menurut syariah, karena termasuk menjual barang yang tidak dimiliki, dengan dasar bahwa ia baru akan membelinya dan menyerahkannya di kemudian hari pada saat melakukan transaksi. Cara ini dilarang oleh syariah berdasarkan hadits shahih dari Rasulullah Saw. bahwa beliau bersabda, “Janganlah engkau menjual sesuatu yang tidak engkau miliki.” Demikian juga diriwayatkan oleh Ahmad dan Abu Dawud dengan sanad yang shahih dari Zaid bin Tsabit ra., “Bahwa Nabi Saw. melarang menjual barang di mana barang itu dibeli, sehingga para saudagar itu mengangkutnya ke tempat-tempat mereka.”

*Keenam*, transaksi berjangka dalam pasar modal bukanlah jual-beli *as-Salam* yang diperbolehkan dalam syariat Islam, karena keduanya berbeda dalam dua hal:<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup>Ash-Sahwi, Shahlah dan al-Mushlih, Abdullah, 2008. Fikih Ekonomi Keuangan Islam (Penerjemah: Abu Umar Basyir), Cetakan II. Jakarta: Darul Haq. hal. 296-298

- 1) Dalam pasar saham harga barang tidak dibayar langsung saat transaksi, namun ditangguhkan pembayarannya sampai penutupan pasar modal. Sementara jual beli *as-Salam* harga barang dibayar terlebih dahulu dalam transaksi;
- 2) Dalam pasar modal barang transaksi dijual beberapa kali penjualan saat dalam kepemilikan penjual pertama. Tujuannya tidak lain hanyalah tetap memegang barang itu atau menjualnya dengan harga maksimal kepada para pembeli dan pedagang lain bukan secara sungguhan, akan tetapi secara spekulatif dengan mempertimbangkan untung ruginya, persis seperti perjudian. Padahal dalam jual beli *as-Salam* tidak boleh menjual barang sebelum diterima.

Berdasarkan penjelasan tersebut, Lembaga Pengkajian Fiqih Islam berpandangan bahwa para pemerintah di berbagai Negara Islam berkewajiban untuk tidak membiarkan bursa-bursa tersebut melakukan aktivitas mereka sesuka hati dengan membuat transaksi dan jual beli di negara-negara mereka, baik hukumnya mubah maupun haram. Mereka hendaknya tidak memberi peluang orang-orang yang mempermainkan harga, sehingga mengiring kepada bencana finansial dan merusak perekonomian secara umum, dan pada akhirnya menimbulkan malapetaka bagi kebanyakan orang. Karena kebaikan yang sesungguhnya adalah berpegang pada

ajaran syariat Islam pada segala sesuatu.<sup>10</sup> Allah Swt. berfirman dalam QS. Al An'am: 153;

وَأَنَّ هَذَا صِرَاطِي مُسْتَقِيمًا فَاتَّبِعُوهُ وَلَا تَتَّبِعُوا السُّبُلَ فَتَفَرَّقَ بِكُمْ عَنْ سَبِيلِهِ ذَٰلِكُمْ وَصَّيْنَاكُمْ بِهِ لَعَلَّكُمْ تَتَّقُونَ

“dan bahwa (yang Kami perintahkan ini) adalah jalanKu yang lurus, Maka ikutilah Dia, dan janganlah kamu mengikuti jalan-jalan (yang lain), karena jalan-jalan itu mencerai beraikan kamu dari jalanNya. yang demikian itu diperintahkan Allah agar kamu bertakwa.”

Landasan hukum pasar modal syariah di Indonesia terbagi dalam empat panduan, yang keempunya juga memiliki hubungan satu sama lain dalam merumuskan berbagai ketentuan atau pedoman pelaksanaan operasional pasar modal syariah. Sebagai acuannya untuk di Indonesia adalah Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), Kompilasi Hukum Ekonomi Syariah (KHES) oleh Mahkamah Agung RI, *Sharia Standarts* yang diterbitkan oleh *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution (AAOIFI)*, dan Ketentuan Perundangan Pasar Modal yang diterbitkan oleh Badan Pelaksana Pasar Modal (Bapepam).

Beberapa Fatwa DSN-MUI mengenai Pasar Modal Syariah, yaitu:

- 1) Nomor: 20/DSN-MUI/IV/2001 Tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksadana Syariah
- 2) Nomor: 32/DSN-MUI/IX/2002 Tentang Obligasi Syariah

<sup>10</sup> *Ibid.* hal. 298-299

- 3) Nomor: 33/DSN-MUI/IX/2002 Tentang Obligasi Syariah Mudharabah
- 4) Nomor: 40/DSN-MUI/X/2003 Tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal
- 5) Nomor: 41/DSN-MUI/III/2004 Tentang Obligasi Syariah Ijarah

Dalam Kompilasi Hukum Ekonomi Syariah (KHES) mengenai pasar modal terdapat dalam Buku II Tentang Akad pada Bab XXI Obligasi Syariah Mudharabah, Bab XXII Pasar Modal, dan Bab XXIII Reksadana Syariah.

Berdasarkan Fatwa DSN-MUI No. 40/DSN-MUI/X/2003 Tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal dan juga pada KHES Buku II Bab XXII Pasal 583, transaksi efek yang dilarang, yaitu:

- 1) *Najsy* yaitu melakukan penawaran palsu.
- 2) *Ba'i al-ma'dum* yaitu melakukan penjualan efek yang belum dimiliki (*short selling*).
- 3) *Insider Trading* yaitu memakai informasi orang dalam untuk memperoleh keuntungan atas transaksi yang dilarang.
- 4) Menimbulkan informasi yang menyesatkan.
- 5) *Margin Trading* yaitu melakukan transaksi atas efek dengan fasilitas pinjaman berbasis bunga atas kewajiban penyelesaian pembelian efek tersebut.
- 6) *Ihtikhar* yaitu melakukan pembelian dan atau pengumpulan suatu efek untuk menyebabkan perubahan harga efek dengan tujuan mempengaruhi pihak lain.

- 7) Transaksi-transaksi lain yang mengandung unsur *dharar, gharar, riba, maisir, risywah*, maksiat dan kezhaliman.

Hingga saat Bapepam-LK telah menerbitkan 3 (tiga) peraturan terkait dengan penerapan prinsip syariah di pasar modal, yaitu:<sup>11</sup>

- 1) Peraturan Nomor IX.A.13 Tentang Penerbitan Efek Syariah.<sup>12</sup>
- 2) Peraturan Nomor IX.A.14 Tentang Akad-akad yang digunakan dalam Penerbitan Efek Syariah.<sup>13</sup>
- 3) Peraturan Nomor II.K.1 Tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah.<sup>14</sup>

Sebagai tindak lanjut dari peraturan tersebut, Bapepam-LK bersama SRO's dan DSN-MUI melakukan penyusunan Daftar Efek Syariah (DES).



#### 4. Sejarah dan Perkembangan Pasar Modal Syariah di Indonesia

Secara formal, peluncuran pasar modal dengan prinsip-prinsip syariah Islam dilakukan pada tanggal 14 - 15 Maret 2003.<sup>15</sup> Pada kesempatan itu ditandatangani Nota Kesepahaman (*Memorandum of Understanding*) antara Bapepam-LK dan Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), yang dilanjutkan dengan Nota Kesepahaman antara DSN-MUI dengan *Self Regulatory Organization*

<sup>11</sup> *Ibid.*

<sup>12</sup> Terbit November 2006

<sup>13</sup> Terbit November 2006

<sup>14</sup> Terbit Agustus 2007

<sup>15</sup> Nasaruddin, Insan dan Surya, Indra, 2004. *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: Kencana

(SRO's). Namun demikian, instrumen pasar modal berbasis syariah telah diperkenalkan terlebih dahulu melalui penerbitan reksa dana syariah dengan nama Danareksa Syariah oleh PT. Danareksa Investment Management pada tanggal 3 Juli 1997. Instrumen berbasis syariah dibentuk dengan tujuan memberikan sarana dan alternatif investasi yang berbasis syariah.<sup>16</sup>

Secara khusus DSN-MUI telah menetapkan dalam fatwanya tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksa Dana Syariah dan jenis emiten yang sahamnya tidak diperkenankan sebagai portofolio pada reksa dana syariah. Sampai dengan saat ini, Bapepam-LK telah memberikan pernyataan efektif kepada 13 reksa dana syariah. Namun demikian, dari 13 reksa dana ini 2 diantaranya telah bubar. Berdasarkan data sampai dengan tanggal 30 Juni 2005, total nilai aktiva bersih reksa dana syariah adalah Rp977,4 miliar.<sup>17</sup>

Selanjutnya, sebagai acuan dalam menilai perkembangan harga saham berbasis syariah, tepat tiga tahun setelah reksadana syariah pertama tersebut dikeluarkan, atau pada tanggal 3 Juli 2000, BEJ bekerjasama dengan PT. Danareksa Investment meluncurkan *Jakarta Islamic Index (JII)*. JII yang merupakan indeks harga saham yang berbasis syariah terdiri dari 30 saham emiten yang dianggap telah memenuhi prinsip-prinsip syariah. Tujuan pembentukan JII adalah untuk meningkatkan kepercayaan investor untuk melakukan investasi pada saham berbasis syariah dan memberikan manfaat bagi pemodal dalam menjalankan syariah Islam

<sup>16</sup>Bapepam. *Indonesia Capital Market Master Plan 2005 – 2009*. hal. 23

<sup>17</sup>*Ibid.*

untuk melakukan investasi di bursa efek. JII juga diharapkan dapat mendukung proses transparansi dan akuntabilitas saham berbasis syariah di Indonesia. JII menjadi jawaban atas keinginan investor yang ingin berinvestasi sesuai syariah. Dengan kata lain, JII menjadi pemandu bagi investor yang ingin menanamkan dananya secara syariah tanpa takut tercampur dengan dana ribawi. Selain itu, JII menjadi tolak ukur kinerja (*benchmark*) dalam memilih portofolio saham yang halal.

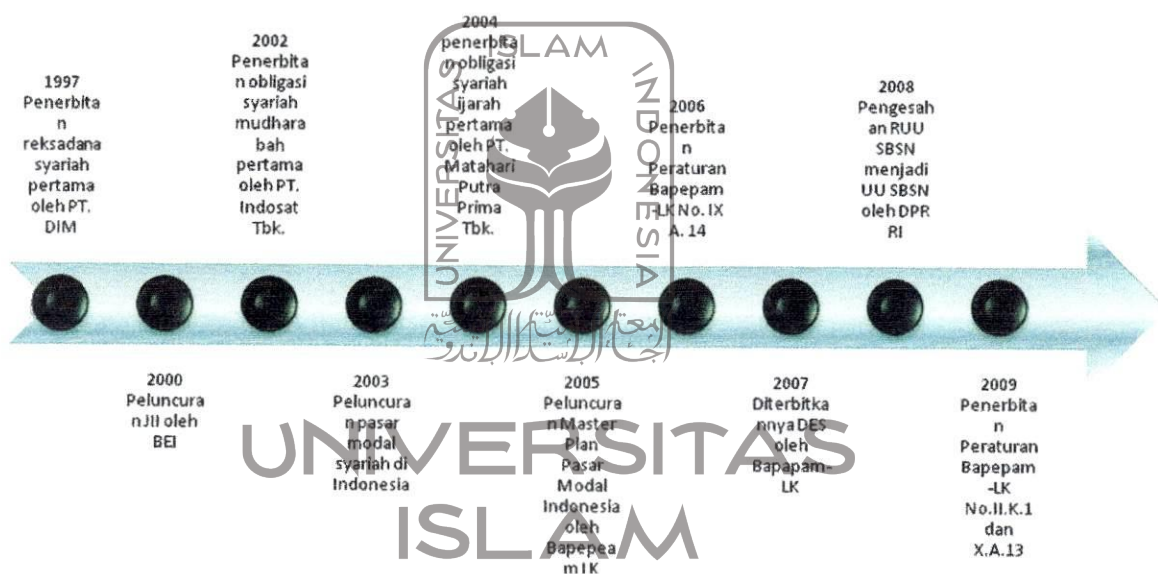
Lebih lanjut, pada awal September 2002, obligasi syariah pertama di Indonesia diterbitkan oleh PT. Indosat Tbk. dengan menggunakan akan *mudharabah*. Tahun, 2004 pengembangan instrument pasar modal syariah terus berlanjut dengan diterbitkannya obligasi syariah berbasis akad ijarah pertama oleh PT. Matahari Putra Prima Tbk.

Maraknya penerbitan efek syariah sejak saat itu memacu Bapepam-LK sebagai otoritas yang menangani pasar modal syariah di Indonesia menerbitkan Daftar Efek Syariah (DES) pertama kali tanggal 12 September 2007. Jumlah efek yang ada dalam daftar ini jauh lebih banyak dari yang terdaftar JII. Hal ini karena DES mencakup semua efek syariah (termasuk saham syariah, sementara JII adalah indeks saham syariah. Penyarianan efek yang dilakukan oleh Bapepam-LK pada tanggal 12 September 2007 menyatakan 169 efek, baik yang diperdagangkan maupun tidak diperdagangkan di BEI sebagai efek yang tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah.<sup>18</sup> Tidak hanya itu, pengembangan pasar modal syariah di Indonesia

---

<sup>18</sup>Lihat Statistik DES

menjadi semakin sistematis dan terarah sejak komitmen pemerintah terhadap segmen industri keuangan syariah ini dimaktubkan dalam Master Plan Pasar Modal Syariah 2005-2009. Lebih lanjut, pondasi hukum yang lebih kuat atas pasar modal syariah didukung dengan dikeluarkannya 3 peraturan oleh Bapepam-LK (Peraturan Nomor IX.A.13, Peraturan Nomor IX.A.14, dan Peraturan Nomor II.K.1), serta disahkannya UU No. 19 Tahun 2008 Tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) oleh DPR-RI.



**Gambar 3.2 Tahapan Pengembangan Pasar Modal Syariah di Indonesia**  
Sumber: Analisis PEBS-FEUI (2010)<sup>19</sup>

Perkembangan pasar modal syariah dapat dibuktikan dengan nilai dari nilai kapitalisasi pasar yang terus berkembang. Data pada akhir Juni 2005 tercatat nilai kapitalisasi pasar sebesar Rp325,90 triliun atau 43% dari total nilai kapitalisasi pasar

<sup>19</sup> dalam Yendra, Melvi, (Ed.), 2009. *Indonesia Economic Outlook 2010*. hal. 115

di BEJ. Sementara itu, volume perdagangan saham JII sebesar 348,9 juta lembar saham atau 39% dari total volume perdagangan saham dan nilai perdagangan saham JII sebesar Rp322,3 miliar atau 42% dari total nilai perdagangan saham.<sup>20</sup> Pada tahun 2002 diluncurkan produk syariah berbentuk obligasi dan produk ini berkembang cukup pesat. Hingga 30 Juni 2005 terdapat 15 emiten yang telah mendapatkan pernyataan efektif untuk dapat menerbitkan obligasi syariah dengan total nilai emisi sebesar Rp1,95 triliun.<sup>21</sup> Pada akhir tahun 2005 nilai kapitalisasi pasar JII meningkat sebesar Rp395,6 triliun atau sebesar 49,38% dari nilai total kapitalisasi pasar di BEJ. Pada tahun 2006 nilai kapitalisasi pasar JII meningkat sebesar Rp620,2 triliun atau sebesar 49,65% dari nilai total kapitalisasi pasar di BEI. Pada tahun 2007 nilai kapitalisasi pasar JII mencapai puncaknya yaitu, meningkat sebesar Rp1.105,9 triliun atau sebesar 55,62% dari nilai total kapitalisasi pasar di BEJ. Pada tahun 2008 nilai kapitalisasi pasar JII sebesar Rp428,5 triliun atau sebesar 39,8% dari nilai total kapitalisasi pasar di BEI. Serta pada tahun 2009 nilai kapitalisasi pasar JII sebesar Rp923 triliun atau sebesar 46,8% dari nilai total kapitalisasi pasar di BEI.<sup>22</sup> Perbedaan indeks harga saham antara IHSG, LQ-45, dan JII dapat dilihat pada grafik sebagai berikut:<sup>23</sup>

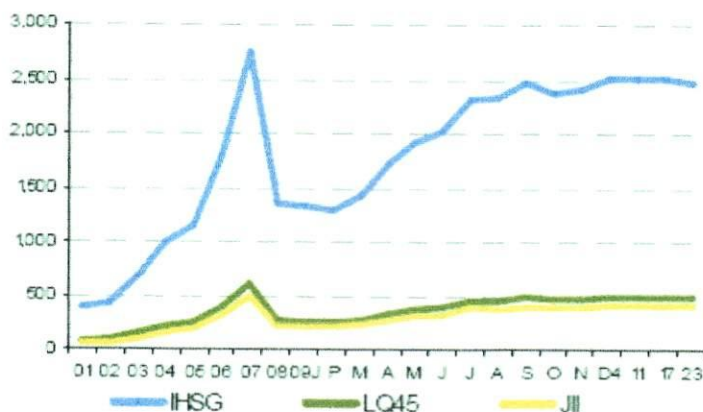
---

<sup>20</sup> *Ibid.*

<sup>21</sup> *Ibid.*

<sup>22</sup> Bapepam-LK, Statistik Pasar Modal Minggu IV Mei 2009, Departemen Keuangan Republik Indonesia Bapepam-LK, Biro Riset dan Teknologi Informasi, hal. 7, <http://www.bapepamlk.depkeu.go.id>

<sup>23</sup> *Ibid.*



**Grafik 3.1 IHSX, LQ45, dan JII Desember 2009**

Sumber: Bapepam-LK (2009)

## 5. Arah Pengembangan Pasar Modal Syariah

Sejalan dengan pengembangan pasar modal Indonesia secara umum, industri pasar modal yang berbasis syariah diyakini dapat menjadi salah satu pilar kekuatan industri pasar modal Indonesia. Dengan demikian, pengembangan pasar modal berbasis syariah menjadi perhatian khusus sebagai salah satu sasaran pengembangan pasar modal Indonesia.<sup>24</sup>

Dua strategi utama telah dicanangkan untuk dapat mencapai sasaran tersebut di atas. Untuk memiliki landasan yang kokoh, strategi pertama yang akan diterapkan adalah menyusun kerangka hukum yang dapat memfasilitasi pengembangan pasar modal berbasis syariah. Sedangkan untuk mengakomodasi pihak-pihak yang terlibat di industri pasar modal, dalam hal ini pihak yang membutuhkan dana dan pihak

<sup>24</sup> Bapepam. *Indonesia Capital Market Master Plan 2005 – 2009*. hal. 64

pemodal, strategi kedua yang diterapkan adalah mendorong pengembangan dan penciptaan produk-produk pasar modal berbasis syariah.<sup>25</sup>

Selanjutnya dua strategi utama tersebut dijabarkan oleh Bapepam menjadi 7 (tujuh) implementasi strategi:<sup>26</sup>

- 1) Mengatur penerapan prinsip syariah
- 2) Menyusun standar akuntansi
- 3) Mengembangkan profesi pelaku pasar
- 4) Sosialisasi prinsip syariah
- 5) Mengembangkan produk
- 6) Menciptakan produk baru
- 7) Meningkatkan kerjasama dengan Dewan syariah Nasional (DSN) MUI



## 6. Instrumen Pasar Modal Syariah

Jenis instrument pasar modal syariah di Indonesia mengacu pada fatwa DSN-MUI No. 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal, terutama pada Bab IV, Pasal 4. Jenis-jenis efek yang dapat diperdagangkan di pasar modal syariah, yaitu:

---

<sup>25</sup>*Ibid.*

<sup>26</sup>*Ibid.*

- 1) Saham syariah adalah bukti kepemilikan atas suatu perusahaan yang diterbitkan oleh emiten yang usahanya sesuai dengan prinsip-prinsip syariah, dan tidak termasuk saham yang memiliki hak-hak istimewa;
- 2) Obligasi syariah adalah surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip-prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/ margin/ *fee* serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo;
- 3) Reksa dana syariah adalah reksa dana yang beroperasi menurut ketentuan dan prinsip syariah Islam, baik dalam bentuk akad antara pemodal sebagai pemilik harga (*shahib al-māl/ rabb al-māl*) dengan manajer investasi, bagitu pula pengelolaan dana investasi sebagai wakil shahib al-mal, maupun antara manajer investasi sebagai wakil shahib al-mal dengan pengguna investasi;
- 4) Efek Beragun Aset (EBA) syariah adalah efek yang diterbitkan oleh Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset (KIK/EBA) syariah yang portofolionya terdiri atas aset keuangan berupa tagihan yang timbul dari surat berharga komersial, tagihan yang timbul di kemudian hari, jual beli pemilik aset fisik oleh lembaga keuangan, efek berdifat investasi yang dijamin oleh pemerintah, sarana peningkatan investasi/ arus kas serta aset keuangan setara sesuai dengan prinsip-prinsip syariah;
- 5) Surat berharga komersial syariah adalah surat pengakuan atas pembiayaan dalam jangka waktu tertentu yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.

### a. Saham Syariah

Saham dalam fiqh dikenal dengan *musāhamah* atau berasal dari kata *sahm* yang berarti “saling memberikan saham/bagian.” Dalam ekonomi kontemporer istilah umum saham sering didefinisikan sebagai bukti kepemilikan suatu perusahaan atau yang disebut penyertaan modal (kepemilikan). Apabila saham yang berbentuk penyertaan modal ini diperdagangkan di pasar modal, maka hukumnya *jaiz* (boleh) karena dalam hal ini saham merupakan barang (*sil'ah*) yang dapat diperjual belikan.<sup>27</sup>

Menurut tinjauan *syara'*, saham terbagi menjadi 3 (tiga) kelompok, yaitu:<sup>28</sup>

- 1) Saham perusahaan-perusahaan yang konsisten terhadap Islam seperti bank dan asuransi Islam. Islam membolehkan ikut berinvestasi dalam usaha semacam ini dan memperjualbelikan sahamnya. Dengan syarat, saham-saham tersebut sudah terbentuk menjadi usaha yang nyata dan menghasilkan, dalam kualitas lebih dari 50% nilai saham. Saham semacam ini boleh didarkan dengan cara apa pun yang dibolehkan *syara'*. Misalnya jual-beli dan tidak disyaratkan adanya serah terima secara langsung. Karena dalam transaksi seperti ini tidak perlu adanya serah terima langsung.

<sup>27</sup>Hulwati, 2001. Transaksi Saham di Pasar Modal Indonesia Perspektif Hukum Ekonomi Islam. Yogyakarta: UII Press. hal. 85

<sup>28</sup>Qardhawi, Yusuf, 2002. Fatwa-fatwa Kontemporer, Jilid 3, Jakarta: Gema Insani. hal. 539

- 2) Saham perusahaan-perusahaan yang dasar aktivitasnya diharamkan. Misalnya, perusahaan *alcohol*, perusahaan yang memperjualbelikan babi, dan semacamnya. Menujut *ijma'* (kesepakatan) para ulama, tidak diperbolehkan ikut andil dalam saham serta melakukan transaksi dalam perusahaan sejenis ini. Contoh lain adalah bank-bank konvensional (yang operasinya berdasarkan *riba*), perusahaan diskotik, dan sebagainya, yang bergumul dengan keharaman.
- 3) Saham perusahaan-perusahaan yang dasar aktivitasnya halal. Misalnya, perusahaan mobil dan alat-alat elektronik, perseroan dagang secara umum, pertanian, industri, dan sebagainya, yang pada dasarnya diperbolehkan. Namun, terkadang unsur-unsur keharaman masuk ke dalam perusahaan-perusahaan tersebut, melalui transaksi-transaksi yang berlangsung berdasarkan bunga, baik mengambil maupun memberinya.

Para ulama moderen berbeda pendapat tentang kebolehan bertransaksi dan ikut andil dalam saham perusahaan-perusahaan jenis ketiga. Diantara mereka ada yang mengharamkan dengan alasan bahwa saham-saham tersebut tercampur *riba*. Karena Nabi Saw. telah mencela pemakan *riba*, pemberinya, penulisnya, dan para saksinya. Dengan alasan ini mereka mengharamkan transaksi dengan perusahaan-perusahaan ini dalam bentuk apapun.<sup>29</sup>

---

<sup>29</sup>*Ibid.*

Diantara mereka ada yang membolehkan transaksi dengan saham perusahaan-perusahaan tersebut dikarenakan adanya kebutuhan. Namun. Dalam transaksi semacam ini, mereka menetapkan syarat-syarat tertentu.<sup>30</sup> Diantaranya adalah sebagai berikut:

- 1) Persentase antara kekayaan dan utang perusahaan tidak lebih dari 50% (lima puluh persen), sebagaimana telah ditetapkan lembaga fiqih internasional. Jika persentase utangnya lebih banyak, maka tidak boleh mengedarkan sahamnya. Kecuali, sesuai dengan beberapa aturan yang dalam fiqih Islam disebut sebagai kaidah *as-sharf (exchange)*. Misalnya, keharusan dalam pembayaran dan penerimaan barang pada saat itu juga, serah terima secara langsung atau sejenisnya.
- 2) Persentase antara piutang perusahaan dan utang perusahaan yang berbunga tidak lebih dari 30% (tiga puluh persen).
- 3) Persentase bunga utang maksimal tidak lebih dari 5% (lima persen) atau 10% (sepuluh persen).
- 4) Adanya pengawasan terhadap perusahaan tersebut secara teliti dan membersihkannya dari unsur riba di dalamnya. Atau, boleh juga seseorang yang ikut berinvestasi di dalamnya untuk membersihkan sendiri dividen yang ia dapatkan dari perusahaan tersebut, dari unsur riba.

---

<sup>30</sup>*Ibid.* hal. 540 - 541

Saham syariah merupakan salah satu dari instrumen surat berharga dalam pasar modal yang menggambarkan penyertaan modal dari seseorang atau badan hukum terhadap suatu perusahaan berdasarkan prinsip-prinsip Islam. Secara natural saham dapat dikatakan telah memenuhi akad dengan prinsip syariah, yaitu akad Musyarakah.

Khan, menjelaskan identifikasi perusahaan yang dapat ikut dalam saham Islami mengajukan beberapa syarat yaitu :<sup>31</sup>

- 1) Emiten/perusahaan tersebut tidak berkaitan dengan riba;
- 2) Perusahaan tersebut tidak membuat atau memproduksi barang atau jasa yang dilarang oleh syariah;
- 3) Perusahaan tidak bertindak eksploitatif secara berlebihan terhadap faktor-faktor produksi alam yang diberikan Allah;
- 4) Perusahaan tidak memperlakukan harga sekehendaknya, perusahaan tersebut tidak menghalangi terjadinya *free market*;
- 5) Perusahaan tersebut mempunyai sosial *responsibility* yang tinggi sehingga punya kepedulian terhadap ummat, dan memilih *ethical behaviour*.

Syarat suatu saham yang dikeluarkan oleh perusahaan dapat dikatakan syariah adalah sebagai berikut :

---

<sup>31</sup> Khan, Moh.Y , 2005. *Stock Market In Islamic Frame Work. Paper Presented at 6th Annual Conference Of Islamic Economic & Finance.*

- 1) Jenis usaha, produk barang, jasa yang diberikan dan akad serta cara pengelolaan perusahaan yang mengeluarkan saham (emiten) atau Perusahaan Publik yang menerbitkan saham syariah tidak boleh bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah. Jenis kegiatan usaha yang bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah, antara lain:
  - perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang;
  - lembaga keuangan konvensional (ribawi), termasuk perbankan dan asuransi konvensional;
  - produsen, distributor, serta pedagang makanan dan minuman yang haram; dan
  - produsen, distributor, dan/atau penyedia barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.
  - melakukan investasi pada Emiten (perusahaan) yang pada saat transaksi tingkat (*nisbah*) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan ribawi lebih dominan dari modalnya;
- 2) Emiten atau Perusahaan Publik yang menerbitkan saham syariah wajib untuk menandatangani dan memenuhi ketentuan akad yang sesuai dengan syariah atas saham syariah yang dikeluarkan.
- 3) Emiten atau Perusahaan Publik yang menerbitkan saham syariah wajib menjamin bahwa kegiatan usahanya memenuhi Prinsip-prinsip Syariah dan memiliki *Shariah Compliance Officer*. (fatwa DSN No 40/2003)

Kriteria lain yang juga digunakan untuk menentukan saham syariah selain sesuai dengan prinsip syariah adalah rasio keuangan perusahaan. Rasio keuangan tersebut terutama menyangkut aspek hutang berbasis bunga, yaitu rasio hutang berbasis bunga terhadap total ekuitas tidak lebih dari 82 % (hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 45 % : 55 %) dan aspek kontribusi terhadap pendapatan non-halal terhadap total pendapatan tidak lebih dari 10 %.<sup>32</sup>

**Tabel 3.1 Statistik DES (Daftar Efek Syariah)**

	12-Sep-07	30-Nov-07	30-May-08	28-Nov-08	29-May-09	9-Jul-09
Jumlah efek syariah	169	174	208	216	212	219
Terdiri dari:						
Sukuk Negara				2	4	4
Sukuk Korporasi	21	20	20	21	23	24
Saham listing	143	146	180	185	177	183
Saham perusahaan publik	5	5	5	5	5	5
Saham delisting		3	3	3	3	3

Sumber: Bapepam-LK & Analisis PEBS-FEUI (2009)<sup>33</sup>

#### **b. Obligasi Syariah (Sukuk)**

Sukuk secara umum dapat dipahami sebagai ‘obligasi’ yang sesuai dengan syariah. Dalam bentuk sederhana sukuk menggambarkan kepemilikan dari suatu

<sup>32</sup> Lihat Fatwa DSN-MUI No. 20/DSN-MUI/IV/2001 Tentang Pelaksanaan Investasi untuk Reksa Dana Syariah, lihat juga Kartikasari Fadilah, Pasar Modal Syariah, Kuliah non Kurikuler Ekonomi Islam *Shariah Economics Forum* – Universitas Gajah Mada, Yogyakarta, 26 April 2008

<sup>33</sup> dalam Yendra, Melvi, *et. al.*, 2009. *Indonesia Economic Outlook 2010*. hal. 119

aset. Klaim atas sukuk tidak atas dasar *cash flow* tetapi klaim atas kepemilikan. Ini juga yang membedakan sukuk dari obligasi konvensional yang kemudian diproses atas *interest bearing*, sementara sukuk pada dasarnya merupakan sertifikat investasi atas klaim kepemilikan terhadap kumpulan aset.

Berdasarkan UU No. 19 Tahun 2008 tentang SBSN, Sukuk adalah surat berharga yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing. Berdasarkan Peraturan Bapepam-LK Nomor IX. A. 13: Efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan, yang tidak terpisahkan atau tidak berbagi, atas:

- 1) Kepemilikan aset berwujud tertentu;
- 2) Nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu; atau
- 3) Kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.

Berdasarkan Fatwa DSN – MUI No. 32/ DSN – MUI/ IX/ 2002: Surat berharga syariah adalah surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang sukuk berupa bagi hasil/ margin/ fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. *Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)* mendefinisikan sukuk sebagai sertifikat dari suatu nilai yang direpresentasikan setelah penutupan pendaftaran, bukti terima nilai sertifikat dan menggunakannya sesuai rencana, sama

halnya dengan bagian dan kepemilikan atas aset yang tangible, barang, atau jasa, atau modal dari suatu proyek tertentu atau modal dari suatu aktivitas investasi tertentu.

Perundang-undangan dan peraturan serta fatwa terkait dengan sukuk, antara lain:

- 1) Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 19 Tahun 2008 Tentang SBSN;
- 2) Peraturan Bapepam: Peraturan Nomor IX. A. 13 tentang Penerbitan Efek Syariah;
- 3) Peraturan Bapepam: Peraturan Nomor IX. A. 14 tentang Akad-akad yang digunakan dalam Penerbitan Efek Syariah;
- 4) Kompiasi Hukum Ekonomi Syariah (KHES)
- 5) Fatwa DSN – MUI Nomor: 32/ DSN-MUI/ IX/ 2002 tentang Sukuk;
- 6) Fatwa DSN – MUI Nomor: 33/ DSN-MUI/ IX/ 2002 tentang Sukuk Mudharabah;
- 7) Fatwa DSN – MUI Nomor: 41/ DSN-MUI/ III/ 2004 tentang Sukuk Ijarah.

**Tabel 3.2 Perbandingan Sukuk, Obligasi, dan Saham**

Deskripsi	Sukuk	Obligasi	Saham
Prinsip dasar	Bukan merupakan surat utang, melainkan kepemilikan bersama atas suatu asset/ proyek	Surat pernyataan utang dan issuer	Kepemilikan saham dalam perusahaan
Klaim	Klaim kepemilikan didasarkan pada asset/ proyek	Emiten dinyatakan sebagai pihak peminjam	Menyatakan kepemilikan terhadap perusahaan
Pokok dan imbal hasil	Tidak dijamin oleh emiten	Dijamin oleh emiten	Tidak dijamin oleh emiten
Penggunaan dana	Harus digunakan untuk	Dapat digunakan untuk apa	Dapat digunakan

	kegiatan usaha yang halal	saja	untuk apa saja
Jenis penghasilan	Imbalan, bagi hasil, <i>margin</i>	Bunga/ kupon, capital gain	Dividen, capital gain
<i>Underlying Asset</i>	Perlu	Tidak perlu	Tidak perlu
<i>Syariah Endorsment</i>	Perlu	Tidak perlu	Tidak perlu

Sumber: Kartikasari (2008)<sup>34</sup>

Sukuk dapat dibedakan menjadi beberapa jenis berdasarkan bentuk syariah sebagai kontrak atau sub kontrak utama. Berdasarkan UU No. 19 Tahun 2008 Tentang SBSN, jenis-jenis sukuk yaitu:

- 1) SBSN *ijarah*, yaitu SBSN yang diterbitkan berdasarkan akad *ijarah* (akad sewa menyewa atas suatu aset)
- 2) SBSN *mudharabah*, yaitu SBSN yang diterbitkan berdasarkan akad *mudharabah* (akad kerjasama dimana salah satu pihak menyediakan modal (*rab al-māl*) dan pihak lainnya menyediakan tenaga dan keahlian (*mudharib*) dimana kelak keuntungannya akan dibagi berdasarkan persentase yang disepakati sebelumnya, apabila terjadi kerugian maka kerugian tersebut adalah menjadi beban dan tanggung jawab pemilik modal)
- 3) SBSN *musyarakah*, yaitu SBSN yang diterbitkan berdasarkan akad *musyarakah* (akad kerjasama dalam bentuk penggabungan modal)
- 4) SBSN *istisna'*, yaitu SBSN yang diterbitkan berdasarkan akad *istisna'* (akad jual beli untuk pembiayaan suatu proyek dimana cara , jangka waktu penyerahan barang dan harga barang ditentukan berdasarkan kesepakatan para pihak.

<sup>34</sup> Kartikasari, Fadilah. Pasar Modal Syariah, Kuliah non Kurikuler Ekonomi Islam *Shariah Economics Forum* – Universitas Gajah Mada. Yogyakarta, 26 April 2008

- 5) SBSN berdasarkan akad lainnya sepanjang tidak bertentangan dengan prinsip syariah,
- 6) SBSN yang diterbitkan berdasarkan kombinasi dari dua atau lebih jenis akad.

Berdasarkan Peraturan nomor IX. A. 14 akad-akad yang digunakan dalam penerbitan sukuk adalah sebagai berikut:

- 1) Akad *Ijarah*
- 2) Akad *Kafalah*
- 3) Akad *Mudharabah*
- 4) Akad *Wakalah*

Sukuk yang diperdagangkan di BEI umumnya diterbitkan oleh dua institusi yaitu pemerintah dan korporasi. Sukuk Negara atau SBSN diterbitkan pertama kali oleh pemerintah pada tanggal 26 Agustus 2008 senilai Rp. 4,7 triliun, yang terdiri dari IFR0001 (jangka waktu 7 tahun) dengan imbalan 11,8% dan IFR0002 (jangka waktu 10 tahun) dengan imbalan 11,95%. Adapun *underlying asset* atas penerbitan sukuk Negara ini adalah tanah dan bangunan milik Negara. Kemudian, pada tanggal 23 Februari 2009, pemerintah kembali menerbitkan sukuk, namun untuk kalangan retail senilai Rp. 5,556 triliun. Data Bapepam-LK per Desember 2009 total SBSN senilai Rp. 5,576 triliun dan sukuk Negara retail senilai Rp. 5,556 triliun. Bila dibandingkan dengan obligasi konvensional pemerintah yang mencapai Rp. 574,658 triliun, proporsi SBSN dan sukuk retail baru sebesar 2% nya saja.

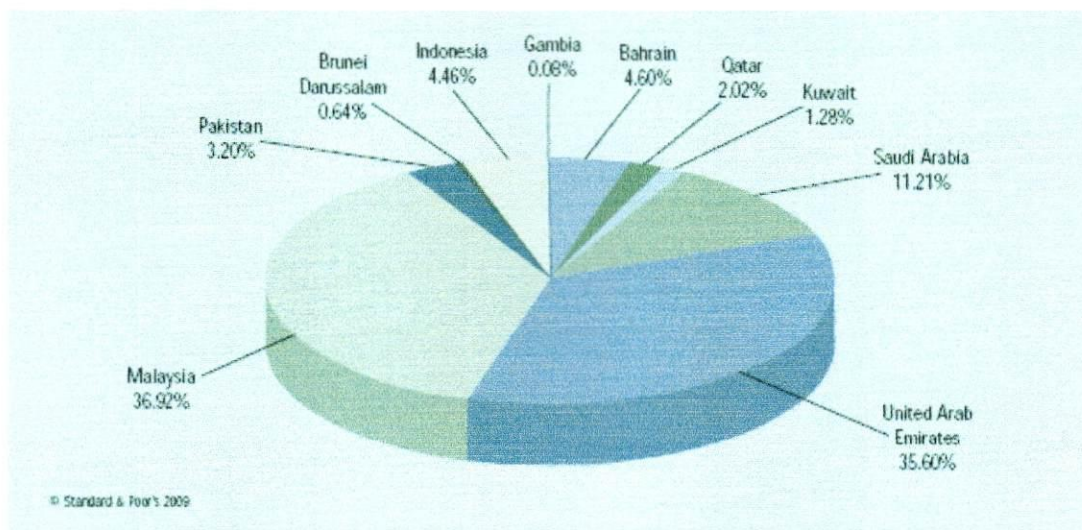
Untuk sukuk yang diterbitkan korporasi, data Bapepam-LK pada akhir Desember 2009 menunjukkan bahwa jumlah sukuk yang diperdagangkan di BEI mencapai 24 *isseuer* dengan kapitalisasi pasar senilai Rp. 4,589 triliun, hal ini berarti terjadi peningkatan yang cukup signifikan setelah pada akhir tahun 2007 total kapitalisasi pasar sukuk senilai Rp. 3,3 triliun dan akhir tahun 2008 senilai Rp. 3,8 triliun. Namun, bila dibandingkan dengan obligasi konvensional korporasi yang mencapai Rp. 86,178 triliun, proporsi sukuk korporasi baru sebesar 5,33%. Dalam konteks global perkembangan sukuk tahun 2008 di beberapa negara dapat dilihat pada Grafik berikut:



**Grafik 3.2 Perkembangan Sukuk Global tahun 2001-2008**

Sumber: Michael McMillen & John A. Crawford<sup>35</sup>

<sup>35</sup> Michael McMillen & John A. Crawford, *Sukuk in the First Decade: By the Numbers*. *Dowjones Islamic Market Indexes: Quarterly Newsletter*, December 2008



**Grafik 3.3 Perkembangan Sukuk di beberapa Negara tahun 2008**

Sumber: Standard & Poor's (2009)<sup>36</sup>

## B. Pasar Modal Konvensional

Pasar modal merupakan suatu kegiatan yang berkenaan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.<sup>37</sup> Lembaga pasar modal adalah merupakan pelengkap di sektor keuangan terhadap dua lembaga lainnya yaitu bank dan lembaga pembiayaan. Pasar modal memberikan jasanya yaitu menjembatani hubungan antara pemilik dana atau pemodal (investor) dengan peminjam dana atau emiten (perusahaan yang *go public*).

Perusahaan yang membutuhkan dana dapat menjual surat berharganya di pasar modal, surat berharga yang baru dikeluarkan oleh perusahaan dijual di pasar

<sup>36</sup>Standard & Poor's, 2009. *Islamic Finance Outlook 2009*. The McGraw-Hill Companies. hal.

<sup>37</sup>Republik Indonesia. Undang-Undang No.8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal

primer (*primary market*). Surat berharga yang baru dijual dapat berupa penawaran perdana ke publik (*initial public offering* atau IPO) atau tambahan surat berharga baru jika perusahaan *going public* (securitas tambahan ini sering disebut dengan *seasoned new issued*). Selanjutnya surat berharga yang sudah beredar, diperdagangkan di pasar sekunder (*secondary market*).<sup>38</sup>

**Tabel 3.3 Perbedaan Pasar Perdana dan Pasar Sekunder<sup>39</sup>**

No.	Keterangan	Pasar Primer	Pasar Sekunder
1.	Harga	Tetap, ditentukan oleh penerbit surat berharga	Berfluktuasi, ditentukan oleh pengaruh supply dan demand
2.	Biaya	Tidak dikenakan biaya komisi	Dikenakan biaya komisi
3.	Jangka waktu penjualan	Terbatas	Tidak terbatas
4.	Cara memesan	Dilaksanakan melalui agen penjualan	Dilaksanakan oleh anggota bursa

Sumber: Veithzal (2007)

Tipe lain pasar modal adalah pasar modal ketiga (*third market*) dan pasar keempat (*fourth market*). Pasar ketiga merupakan pasar perdagangan surat berharga pada saat pasar kedua tutup. Pasar ketiga dijalankan oleh broker<sup>40</sup> yang mempertemukan pembeli dan penjual pada saat pasar kedua tutup. Pasar keempat merupakan pasar modal yang dilakukan diantara institusi berkapasitas besar untuk

<sup>38</sup> Hartono, Jogiyanto. 2003. *op. cit.* hal. 15

<sup>39</sup> Rivai, Veithzal, 2007. *Bank and Financial Institution Management*. Jakarta: PT RajaGrafindo Persada. hal. 936

<sup>40</sup> Broker dapat diterjemahkan sebagai makelar atau wali amanat atau pialang.

menghindari komisi untuk broker. Pasar keempat umumnya menggunakan jaringan komunikasi untuk memperdagangkan saham dalam jumlah blok yang besar.<sup>41</sup>

Peranan pasar modal dilihat dari sudut ekonomi makro adalah sebagai piranti untuk melakukan alokasi sumber daya ekonomi secara optimal. Kelebihannya lagi, dibandingkan dengan kredit perbankan, bahwa pasar modal merupakan sumber pembiayaan yang tidak menimbulkan *inflatoir*. Sumber daya ekonomi yang sudah ada, kemudian melalui pasar modal dialokasikan sedemikian rupa sehingga kedudukannya berubah yaitu dari titik “*Pareto Inefficiency*” menjadi ke titik “*Pareto Efficiency*.” Ini dapat terjadi apabila informasi yang tersedia di pasar modal adalah cepat, tepat, dan akurat. Akibat lebih jauh dari berfungsinya pasar modal sebagai piranti untuk mengalokasikan sumber daya ekonomi secara optimal adalah naiknya pendapatan nasional, terciptanya kesempatan kerja, dan semakin meratanya pemerataan hasil-hasil pembangunan.<sup>42</sup> Pasar modal telah tumbuh menjadi *leading indicator* bagi ekonomi suatu negara, dengan fungsi antara lain:<sup>43</sup>

- a. Menyediakan sumber pembiayaan (jangka panjang) untuk dunia usaha sekaligus memungkinkan alokasi sumber dana secara optimal;
- b. Memberikan wahana informasi bagi investor sekaligus memungkinkan upaya diversifikasi;
- c. Menyediakan *leading indicator* bagi trend ekonomi suatu negara;

<sup>41</sup>Hartono, Jogiyanto. 2003. *op. cit.* hal. 15-16

<sup>42</sup> Marzuki Usman, dalam Supranto. 2004. *Statistik Pasar Modal, Keuangan, dan Perbankan*. Jakarta: PT Rineka Cipta. hal. 3

<sup>43</sup> Rivai, Veithzal, 2007. *op. cit.* Jakarta: PT RajaGrafindo Persada. hal. 934-935

- d. Penyebaran kepemilikan perusahaan ke dalam masyarakat umum;
- e. Memberikan kesempatan memiliki perusahaan yang sehat dan berprospek;
- f. Menciptakan lapangan kerja yang menarik;
- g. Menciptakan likuiditas perdagangan efek;
- h. Penyebaran kepemilikan, keterbukaan, dan profesionalisme serta menciptakan iklim berusaha yang sehat.

Di era globalisasi ini, hampir semua negara menaruh perhatian yang besar terhadap pasar modal karena memiliki peranan strategis bagi penguatan ketahanan ekonomi suatu negara. Terjadinya pelarian modal ke luar negeri (*capital flight*) bukan hanya merupakan akibat merosotnya (depresiasi) nilai rupiah atau tingginya inflasi dan suku bunga di suatu negara, akan tetapi juga diakibatkan karena tidak tersediannya alternatif investasi yang menguntungkan di negara tersebut, dan atau pada saat yang sama, investasi portofolio di bursa negara lain menjanjikan keuntungan yang lebih jauh lebih tinggi dibanding dengan bursa di negara asalnya.<sup>44</sup>

Pada dasarnya menurut Marzuki Usman *et. al.*, terdapat empat peranan strategis dari pasar modal bagi perekonomian suatu negara, yaitu:<sup>45</sup>

- 1) Sebagai sumber penghimpunan dana;
- 2) Sebagai alternatif invesasi Para Pemodal;
- 3) Biaya perhimpunan di pasar modal relatif rendah;

<sup>44</sup>Marzuki Usman, Singgih Riphath, Syahrir Ika, 1997. Pengetahuan Dasar Pasar Modal. Jakarta: Jurnal Keuangan dan Moneter. hal. 13

<sup>45</sup>*Ibid.* hal. 14-18

- 4) Bagi negara, pasar modal akan mendorong perkembangan investasi.

Sedangkan menurut Muhammad Samsul, peranan pasar modal dapat dilihat dari 3 sudut pandang, yaitu: sudut pandang negara, emiten, dan masyarakat. Pada sudut pandang negara, pasar modal dibangun dengan tujuan menggerakkan perekonomian suatu negara melalui kekuatan swasta dan mengurangi beban negara. Pada sudut pandang emiten, pasar modal merupakan sarana untuk mencari tambahan modal. Dan pada sudut pandang masyarakat, pasar modal merupakan sarana baru bagi masyarakat untuk menginvestasikan uangnya.<sup>46</sup>

Perkembangan pasar modal di Indonesia, tercatat jumlah perusahaan yang memperoleh pernyataan efektif untuk menawarkan saham dan obligasi kepada masyarakat umum sampai dengan tanggal 23 Desember 2009 adalah 580 emiten (termasuk 7 perusahaan publik yang tidak tercatat di bursa) dengan total nilai emisi Rp 594,134 triliun yang tersebar diberbagai sektor industri sebagai berikut:<sup>47</sup>

---

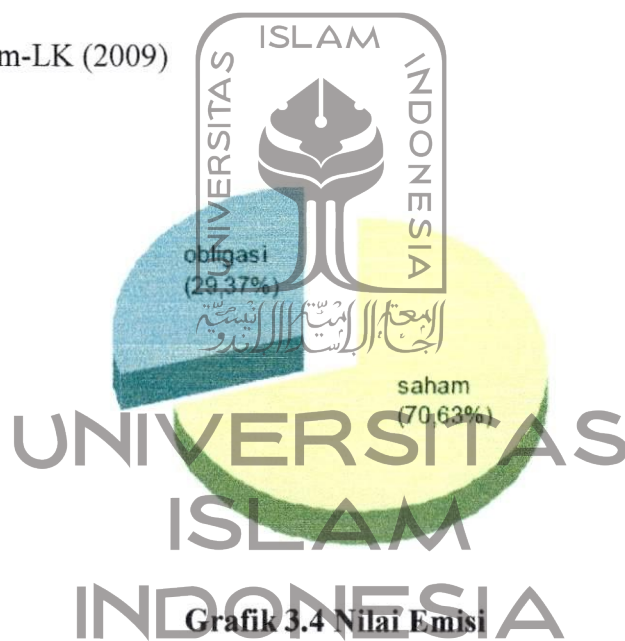
<sup>46</sup>Samsul, Mohamad, 2006. Pasar Modal dan Manajemen Portofolio. Jakarta: Erlangga. hal. 43-45

<sup>47</sup>Bapepam-LK. Statistik Pasar Modal Minggu IV Desember 2009. Departemen Keuangan Republik Indonesia Bapepam-LK. Biro Riset dan Teknologi Informasi. hal. 2. <http://www.bapepamlk.depkeu.go.id>

**Tabel 3.4 Perkembangan Nilai Emisi**

No Klasifikasi	Industri	Jumlah Emiten	Nilai (Rp Tn)	%	Jumlah Emiten	Nilai (Rp Tn)	%	Total Nilai (Rp Tn)	%	
		Saham :			Obligasi :					
1	Pertanian (Perkebunan)	18	7.98	1.90	9	4.61	2.64	27	12.59	2.12
2	Pertambangan	15	20.93	4.99	1	3.00	1.72	16	23.93	4.03
3	Industri Dasar & Kimia	62	27.17	6.47	21	8.565	4.91	83	35.74	6.01
4	Aneka Industri	70	17.78	4.24	9	3.02	1.73	79	20.80	3.50
5	Industri Barang Konsumsi	43	8.31	1.98	11	13.74	7.87	54	22.05	3.71
6	Properti & Real Estate	51	32.68	7.79	19	8.03	4.60	70	40.71	6.85
7	Infrastruktur, Utiliti & Transportasi	28	21.80	5.19	14	39.72	22.76	42	61.51	10.35
8	Keuangan	103	193.70	46.16	71	83.72	47.98	174	277.42	46.69
9	Perdagangan, Jasa & Investasi	100	87.95	20.96	27	10.08	5.78	127	98.03	16.50
10	Perusahaan Publik	7	1.36	0.32				7	1.36	0.23
Total :		497	419.65	100.00	182	174.48	100.00	679	594.13	100.00

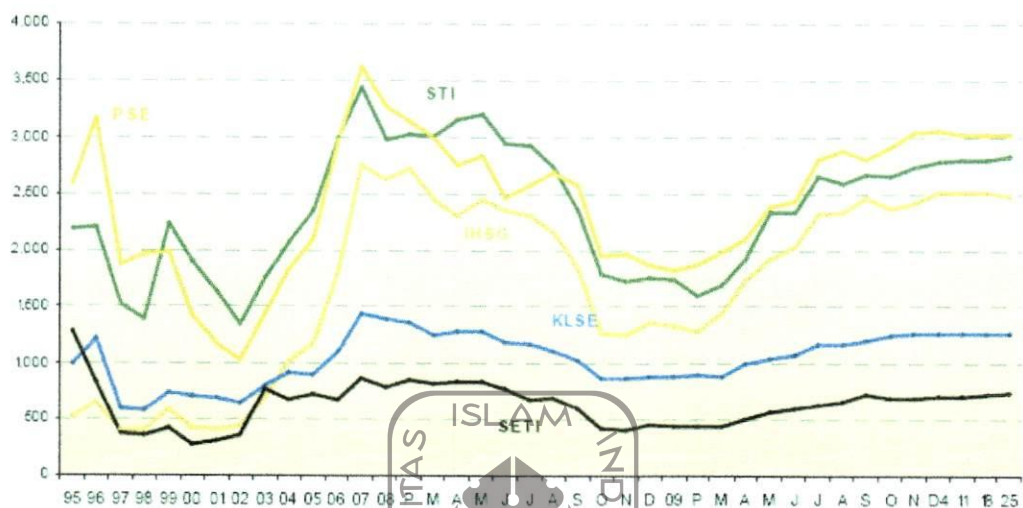
Sumber: Bapepam-LK (2009)



**Grafik 3.4 Nilai Emisi**  
Sumber: Bapepam-LK (2009)

Perkembangan pasar modal di Indonesia pada tahun 2009 bila dilihat dari perkembangan IHSG, juga menunjukkan peningkatan sebesar 82,59% dari tahun

2008. Adapun perbandingan perkembangan IHSG bila dibandingkan dengan indeks harga saham di pasar modal lain di Asia Tenggara, adalah sebagai berikut:<sup>48</sup>



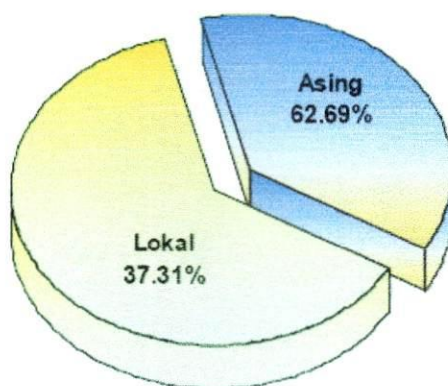
**Grafik 3.5 Perbandingan Perkembangan IHSG dan Indeks Bursa lain di Asia Tenggara**

Sumber: Bapepam-LK (2009)

Adapun total kepemilikan efek pada tahun 2009 antara pemilik asing dan lokal di pasar modal Indonesia tercatat total kepemilikan efek asing mencapai Rp748,76 triliun, sedangkan lokal mencapai Rp149,36 triliun.<sup>49</sup>

<sup>48</sup> *Ibid.* hal. 11

<sup>49</sup> *Ibid.* hal. 23



**Grafik 3.6 Komposisi Efek Asing/ Lokal**

Sumber: Bapepam-LK (2009)

### C. Perbedaan Pasar Modal Syariah dan Konvensional

Perbedaan secara umum antara pasar modal konvensional dengan pasar modal syariah dapat dilihat pada instrumen dan mekanisme transaksinya, sedangkan perbedaan nilai indeks saham syariah dengan nilai indeks saham konvensional terletak pada kriteria saham emiten yang harus memenuhi prinsip-prinsip dasar syariah. Lebih jelasnya, perbedaan investasi di pasar modal syariah dan konvensional dapat dilihat pada tabel berikut:<sup>50</sup>

<sup>50</sup> Sumber: Analisis PEBS-FEUI, dari berbagai sumber (dalam Yendra, Melvi, *et. al.*, 2009. Indonesia Economic Outlook 2010. Jakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia dan PT. Grasindo. hal. 113)

**Tabel 3.5 Perbedaan Pasar Modal Syariah dan Konvensional**

No.	Prinsip	Pasar Modal Syariah	Pasar Modal Konvensional
1.	Definisi	Pasar modal yang seluruh mekanisme kegiatannya terutama mengenai emiten, jenis efek yang diperdagangkan dan mekanisme perdagangannya telah memenuhi prinsip-prinsip syariah.	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. (UU No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal)
2.	Sumber Hukum	Sumber-sumber hukum Islam seperti al Qur'an, Sunnah, dll.	Sumber-sumber hukum positif yang berasal dari pikiran manusia semata
3.	Akad/ kontrak	Kontrak pada pasar primer: musyarakah (kerjasama); Kontrak pada pasar sekunder : jual-beli	Kontrak jual beli
4.	Emiten	Perusahaan yang memiliki sharia compliance officer yang jenis usaha, produk barang, jasa yang diberikan dan akad serta cara pengelolaan tidak boleh bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah, seperti : a. Perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang ; b. Lembaga keuangan konvensional (ribawi), termasuk perbankan dan asuransi konvensional ; c. Produsen, distributor, serta pedagang makanan dan minuman yang haram; dan d. Produsen, distributor, dan/ atau penyedia barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudharat ; e. Melakukan investasipada perusahaan yang pada saat transaksi memiliki rasio hutang kepada lembaga keuangan ribawi yang lebih dominan daripada modalnya.	Seluruh perusahaan yang telah terdaftar di Bursa yang menawarkan atau menjual efek kepada masyarakat melalui Pasar Modal. Menurut UU Pasar Modal pasal 1 angka 6, Emiten adalah pihak yang melakukan penawaran umum.
5.	Jenis efek yang diperdagangkan	Efek syariah yang mencakup Saham Syariah, Obligasi Syariah, Reksa Dana Syariah, Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun	Menurut UU Pasar Modal pasal 1 ayat 5, Efek adalah surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal, seperti surat

		Aset (KIK EBA) Syariah, dan surat berharga lainnya yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.	pengakuan hutang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti hutang, onit penyerahan kontrak investasi kolektif (Reksadana), kontrak berjangka atas efek (option), serta setiap derivatif dari efek.
--	--	--	--

## D. Jakarta Islamic Indeks (JII) dan Indeks LQ-45

### 1. Jakarta Islamic Indeks (JII)

JII adalah indeks saham yang didasarkan atas prinsip syariah. Saham dalam JII terdiri atas 30 saham yang keanggotaannya akan selalu ditinjau secara berkala berdasarkan kinerja transaksi di perdagangan bursa, rasio-rasio keuangannya, dan ketaatan pada prinsip-prinsip syariah yang termaktub dalam fatwa Dewan Syariah Nasional No. 05/DSN-MUI/IV/2000 tentang Jual Beli Saham dan Fatwa No. 40/DSN-MUI/IX/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal. Saham yang dapat masuk ke dalam saham syariah harus memenuhi syarat yang disebutkan dalam fatwa No. 20/DSN-MUI/IX/2000 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksadana Syariah, terutama pada pasal 8 dan 10.

Kriteria yang digunakan untuk menentukan saham-saham yang masuk dalam perhitungan JII adalah:<sup>51</sup>

<sup>51</sup>Nafik HR, Muhammad, 2009. Bursa Efek dan Investasi Syariah. Jakarta: Serambi. hal. 261

- 1) 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) Saham yang berdasarkan laporan keuangan tahunan atau tengah tahun memiliki rasio Kewajiban terhadap Aktiva maksimal sebesar 90 %;
- 3) 60 saham dari susunan saham berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar (*market capitalization*) terbesar selama satu tahun terakhir;
- 4) 30 saham dengan urutan berdasarkan tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan regular selama satu tahun terakhir.

Saham-saham syariah yang masuk dalam perhitungan JII terus dievaluasi dari sisi ketaatannya terhadap prinsip-prinsip syariah sebagaimana termaktub dalam DSN. Apabila saham-saham tersebut tidak memenuhi prinsip-prinsip syariah, maka otoritas akan mengeluarkannya dari JII dan kedudukannya akan digantikan oleh saham lain yang memenuhi prinsip-prinsip syariah. Proses evaluasi saham-saham JII dilakukan 2 kali setiap tahun yaitu pada bulan desember (mengevaluasi saham-saham JII yang aktif diperdagangkan pada bulan Juli – Desember dan mengumumkan saham-saham JII baru pada bulan Januari – Juni) dan Juni (mengevaluasi saham-saham JII yang aktif diperdagangkan pada bulan Januari – Juni dan mengumumkan saham-saham JII baru pada bulan Juli – Desember).

Proses keluar masuknya saham-saham dalam perhitungan JII juga ditentukan dari rasio keuangan perusahaan, terutama menyangkut rasio kewajiban terhadap total

aktivanya (rasio *leverage*), rata-rata kapitalisasi pasarnya, dan tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan regulernya.<sup>52</sup>

Pada periode Januari 2005 sampai dengan periode Desember 2008 tercatat 9 perusahaan yang konsisten masuk dalam perhitungan JII. Perusahaan-perusahaan tersebut dapat dilihat pada table berikut:

**Tabel 3.6 Daftar Perusahaan-Perusahaan JII yang Konsisten pada Paeriodo Januari 2005 sampai dengan Desember 2008**

No.	Kode	Nama Perusahaan (Emiten)
1	ANTM	Aneka Tambang (Persero) Tbk
2	BUMI	Bumi Resources Tbk
3	INCO	International Nickel Indonesia Tbk
4	INTP	Indocement Tunggak Perkasa Tbk
5	KLBF	Kalbe Farma Tbk
6	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk
7	TLKM	Telekomunikasi Tbk
8	UNTR	United Tractors Tbk
9	UNTV	Unilever Indonesia Tbk

## 2. Indeks LQ-45

Indeks saham LQ-45 adalah indeks saham yang dihitung berdasarkan harga-harga dan kapitalisasi dari 45 saham di Bursa Efek Indonesia (BEI). Indeks LQ-45 diluncurkan pada 13 Juli 1994, dan merupakan pelengkap dari Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang lebih dahulu diluncurkan.

Saham-saham yang masuk LQ-45 harus memenuhi 2 kriteria seleksi. Pada seleksi kriteria pertama, suatu emiten harus:

<sup>52</sup> Nafik HR, Muhammad, 2009. Bursa Efek dan Investasi Syariah. hal. 261

- 1) Berada di top 95 % dari total rata-rata tahunan nilai transaksi saham di Pasar Reguler;
- 2) Berada di top 95 % dari rata-rata tahunan kapitalisasi pasar;
- 3) Tercatat di BEI minimal 30 hari bursa.

Setelah melewati seleksi pertama, saham harus melewati seleksi kriteria yang kedua.

Pada tahapan ini, emiten harus:

- 1) Termasuk urutan tertinggi yang mewakili sektornya dalam klasifikasi industri BEI sesuai dengan nilai kapitalisasi pasarnya;
- 2) Memiliki porsi yang sama dengan sektor-sektor yang lain;
- 3) Termasuk urutan tertinggi berdasarkan frekuensi transaksi.

Indeks LQ-45 akan ditinjau ulang secara periodik. Apabila terdapat saham yang tidak memenuhi kriteria, maka saham tersebut akan dikeluarkan dari kelompok LQ-45. Saham lain yang memenuhi kriteria akan masuk menggantikan saham tersebut.

Proses evaluasi saham-saham LQ-45 dilakukan 2 kali setiap tahun yaitu pada bulan Januari (mengevaluasi saham-saham LQ-45 yang aktif diperdagangkan pada bulan Agustus – Januari dan mengumumkan saham-saham LQ-45 baru pada bulan Februari – Juli) dan Juli (mengevaluasi saham-saham Juli yang aktif diperdagangkan pada bulan Februari – Juli dan mengumumkan saham-saham LQ-45 baru pada bulan Agustus – Januari).

## BAB IV

### TINJAUAN PUSTAKA DAN KERANGKA TEORI

“*Sesungguhnya dalam penciptaan langit dan bumi, dan pergantian malam dan siang terdapat tanda-tanda (kebesaran Allah) bagi orang yang berakal.*”

-QS. Ali-Imran: 190-

#### A. Tinjauan Pustaka

##### 1. Tinjauan Penelitian Terdahulu (Studi Empirik)

Penelitian tentang pasar modal syariah dan perbandingannya dengan pasar modal konvensional belum banyak dilakukan. Perbandingan kinerja investasi syariah dimulai sejak akhir 1990-an, sejak pasar modal syariah di beberapa negara Islam mulai berdiri dan melakukan eksistensinya. Pasar modal syariah paling aktif pada masa itu adalah pasar modal syariah Malaysia, diikuti oleh pasar modal Istanbul Turki, yang pada masa itu juga dikataliskan oleh kebijakan privatisasi pemerintah saat itu. Selanjutnya analisis kuantitatif perbandingan kinerja banyak menggunakan indeks *benchmark* pasar modal syariah, baik yang global maupun Negara tertentu.<sup>1</sup>

Beberapa studi yang menganalisis kinerja pasar modal syariah terutama dilakukan oleh ekonom muslim. Penelitian Bendjilali, mengatakan bahwa penelitian tersebut berupaya membangun model-model teoritis untuk membandingkan sistem keuangan syariah dengan konvensional. Studi tersebut menunjukkan bahwa sistem

---

<sup>1</sup>Lestari, Esta.. Perbandingan Kinerja Pasar Modal Syariah dan Konvensional di Indonesia: Pendekatan Volalitas, dalam Jusmaliani *et al.* 2008. Investasi Syariah (Implementasi Konsep Pada Kenyataan Empirik). Yogyakarta: Kreasi Wacana. hal. 183

keuangan syariah lebih superior dibandingkan system konvensional terutama dilihat dari kemampuan stabilitas equitas dan efisiensinya.<sup>2</sup>

Penelitian Hakim dan Rashidin membandingkan kinerja *benchmark* pasar modal syariah dunia yaitu *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIMI) dengan *counterpart*-nya, yaitu indeks Wilshire 5000 (DJW) dan perbandingannya dengan investasi bebas resiko yang dicerminkan oleh T-Bill. Penelitian ini bertujuan melihat (1) bagaimana restriksi dalam kriteria syariah mempengaruhi kinerja investasi Islami dalam DJIMI, (2) apakah indeks DJIMI kurang terdiversifikasi daripada DJW indeks. (3) sejauh apa diversifikasi yang terbatas ini mempengaruhi *trade-off* antara *return* dan *risk*, (4) apakah terdapat korelasi dinamis dan hubungan jangka panjang di antara dua indeks tersebut. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat hubungan contigensi antara DJIMI dengan T-Bill. Namun, terdapat hubungan kausalitas antara ketiga instrumen tersebut, dimana *Islamic index* dipengaruhi oleh faktor independen dan pasar yang lebih luas atau tingkat suku bunga. lebih lanjut, indeks Wilshire ternyata lebih terdiversifikasi dibandingkan dengan DJIMI yang berarti bahwa mekanisme *screening* telah mengakibatkan adanya subset perusahaan dengan karakter unik yang tidak dipengaruhi oleh kondisi pasar yang lebih besar. Hal ini jelas memberikan pengaruh bagi investor untuk melihat investasi di luar tingkat suku bunga dan membuktikan atas dasar investasi *risk-return*, investor muslim tidak

---

<sup>2</sup> Bendjilali, 1996. "Assesment of the Practice of Islamic Financial Instrument: The Case of IDB Unit Investment Fund and Islamic Bank Portofolio." *Islamic Research and Training Institute IDB: Research Paper* No.35

menjadi lebih buruk jika berinvestasi dalam instrument Islami daripada konvensional.<sup>3</sup>

Penelitian Hassan menguji masalah hubungan efisiensi pasar dengan *risk-return* berdasarkan variasi waktu untuk DJIMI selama tahun 1996 – 2000. Beberapa tes statistic, seperti; korelasi, rasio varian, dan tes *Dickey-Fuller*, telah dilakukan. Hasilnya menunjukkan bahwa masih terjadi inefisiensi operasional pada DJIMI yang perlu dikoreksi untuk membuat perilaku resiko dari DJIMI stabil sepanjang tahun.<sup>4</sup>

Penelitian Efakhani dan Hassan mencoba melihat apakah dengan pengenalan refriksi dalam investasi syariah akan membawa pada penurunan kekayaan investor dalam hal *risk-adjusted return* relative terhadap *benchmark* pasarnya. Metode *uncondition* Jensen, Sharpe, Treynor indeks digunakan untuk menanalisis 46 saham reksadana syariah di seluruh dunia untuk kemudian dibandingkan dengan *benchmark* syariah dan konvensionalnya. Dengan mengaplikasikan metode tersebut, dapat disimpulkan bahwa perilaku reksadana Islam tidak berbeda dengan reksadana konvensional. Lebih lanjut penelitian tersebut menunjukkan bahwa kinerja reksadsana syariah di *emerging countries* adalah yang paling baik dan di Asia adalah yang terburuk.<sup>5</sup>

---

<sup>3</sup>Lihat Hakim dan Rashidin, 2002. “*Risk and Return of Islamic Stock Market Indexes*”. The United Arab Emirat: 9<sup>th</sup> *Economic Research Forum (ERF) Conference Paper*, 26-28 Oktober.

<sup>4</sup>Hassan. 2002, dalam Huda dan Edwin. 2008. *op. cit.* hal. 51

<sup>5</sup>Lihat Efkhani dan Hassan, 2005. “*Performance of Islamic Mutual Funds*”. 12<sup>th</sup> *Economic Reseach Forum (ERF) Conference Paper*. Kairo, 19-21 Desember.

Penelitian Hussien menguji hipotesis bahwa kinerja indeks FTSE global Islam secara signifikan berbeda dari FTSE All-World selama periode 1996 – 2003 yang dijadikan sampel. Perbandingan kinerja dari data mentah dan resiko yang telah disesuaikan (*risk adjusted*) menunjukkan bahwa kinerja indeks Islam sama baiknya dengan dengan indeks FTSE *All-World* selama keseluruhan periode. Secara umum, hasil penelitian menunjukkan bahwa penerapan penyaringan berdasarkan etika tidak memiliki dampak yang berlawanan dengan (negatif) pada kinerja indeks Islam Global FTSE.<sup>6</sup>

Di Indonesia penelitian yang telah dilakukan adalah Penelitian Rahmayanti dengan bahasan utama adalah Analisis Kinerja Portofolio Saham Syariah Pada Bursa Efek Jakarta Tahun 2001 - 2002, dapat disimpulkan bahwa saham syariah secara keseluruhan relatif lebih baik dari saham konvensional.<sup>7</sup> Penelitian Huda mengkaji faktor-faktor yang mempengaruhi *beta* saham pada kelompok JII dan LQ-45, hasil penelitian antara lain menyatakan bahwa rata-rata *beta* saham kelompok JII berada pada nilai di bawah satu yang berarti mempunyai resiko di bawah resiko pasar, sebaliknya terjadi pada saham pada kelompok LQ-45.<sup>8</sup>

Penelitian Darmansyah menganalisis performa saham syariah antara yang konsisten dan yang tidak konsisten dalam JII (studi perbandingan). Hasilnya secara

---

<sup>6</sup>Hussen, Khalid, 2005. *Islamic Investment: Evidence from Dow Jones and FTSE Indices*. dalam Huda dan Edwin. 2008. *op. cit.* hal. 52-55

<sup>7</sup>Rachmayanti, Farida T., "Analisis Kinerja Portofolio Saham Syariah Terhadap Pada Bursa Efek Jakarta Tahun 2001-2002". *EKSIS (Jurnal Ekonomi Keuangan dan Bisnis Islami)* Vol. 2, No. 3, Juli-September 2006/Jumadi Tsaniyah-Sya'ban 1427 H. hal. 1-16

<sup>8</sup>Huda, 2004. dalam Huda dan Edwin. 2008. *op. cit.* hal. 72

keseluruhan dengan menggunakan *shape index*, kinerja saham syariah yang konsisten masih lebih baik dibandingkan dengan kinerja saham syariah yang tidak konsisten.<sup>9</sup>

Penelitian Nasution dan Maharani menganalisis hubungan kausalitas antara variable makro dan indeks harga saham syariah JII. Hasil pengujian menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan kausalitas antara tingkat suku bunga SBI dan kurs rupiah dengan indeks harga saham syariah JII, namun terdapat hubungan kausalitas antara money supply (dalam arti luas) dengan indeks harga saham syariah JII.<sup>10</sup>

Penelitian Nurpratama juga mengkaji pengaruh faktor makroekonomi terhadap imbal hasil saham syariah JII periode 1995-2004 menggunakan *Arbitrage Pricing Theory* (APT). Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel makroekonomi suku bunga SBI, laju inflasi, dan pertumbuhan PNB ternyata berpengaruh terhadap imbal hasil saham-saham JII.<sup>11</sup>

Penelitian Syafiq M. Hanafi, melalui pendekatan *cost of capital* terhadap saham JII yang dibandingkan dengan kelompok saham LQ-45, hasil pengujian menunjukkan bahwa *cost of capital* saham JII lebih rendah dibanding LQ-45. *Cost of Capital* yang lebih rendah menunjukkan adanya beberapa asumsi seperti; tingkat risiko

<sup>9</sup> Darmansyah, Renold. 2005. "Analisis Performa Saham Syariah Antara yang Konsisten dan yang Tidak Konsisten dalam Jakarta Islamic Index (JII) (Studi Perbandingan)". *EKSIS (Jurnal Ekonomi Keuangan dan Bisnis Islami)* Vol. 2, No. 3, Juli-September 2006/Jumadi Tsaniyah-Sya'ban 1427 H. hal. 59-79

<sup>10</sup> Nasution, Mustafa E. & Maharani, Reny. "Hubungan Kausalitas Antara Variabel Makro dan Harga Saham Syariah Jakarta Islamic Index (JII)". *EKSIS (Jurnal Ekonomi Keuangan dan Bisnis Islami)* Vol. 2, No. 3, Juli-September 2006/Jumadi Tsaniyah-Sya'ban 1427 H. hal. 99-118

<sup>11</sup> Nurpratama, Dwitya E., "Pengaruh Faktor Makroekonomi Terhadap Imbal Hasil Saham Syariah Jii Periode 1995-2004 Menggunakan *Arbitrage Pricing Theory* (APT)". *EKSIS (Jurnal Ekonomi Keuangan dan Bisnis Islami)* Vol. 2, No. 3, Juli-September 2006/Jumadi Tsaniyah-Sya'ban 1427 H. hal. 119-139

yang lebih rendah, minimnya asimetri informasi dan biaya keagenan yang lebih rendah pada perusahaan JII sehingga para investor tidak terlalu menuntut tingkat keuntungan.<sup>12</sup>

Penelitian Lestari menganalisis perbandingan kinerja pasar modal syariah dan konvensional di Indonesia (pendekatan volalitas). Dengan menggunakan *multivariate conditional volatility* menunjukkan bahwa pasar JII cukup superior dibandingkan dengan pasar lainnya. Sebaliknya pasar JII memberikan tingkat pengaruh yang cukup tinggi pada pasar lainnya. Hal ini dapat diartikan bahwa pasar JII dapat diandalkan dalam berinvestasi karena relatif lebih kuat dan tidak terpengaruh *shock* dari pasar lain.<sup>13</sup>

Penelitian Hamzah menganalisis pengaruh ekonomi makro, industri dan karakteristik perusahaan terhadap *beta* saham syariah menghasilkan, Pengujian regresi secara linear berganda menghasilkan F statistik sebesar 16,015 dengan tingkat signifikansi 0,00%. Hal ini berarti variabel-variabel independen berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Pengujian regresi secara parsial dengan *t test* menunjukkan bahwa kurs rupiah terhadap *dollar* dan Produk Domestik Bruto signifikan pada tingkat 5%, *leverage* dan profitabilitas signifikan pada tingkat 10%, sedangkan nilai akhir yang diharapkan, jenis industri, *dividend payout ratio*,

---

<sup>12</sup> Syafiq M. Hanafi, "Corporate Governance: Kajian Empiris *Cost of Capital Jakarta Islamic Index (JII)* sebagai *Ethical Investment*", dalam *As-Syir'ah*, Vol. 40 No. 1 Tahun 2006

<sup>13</sup> Lestari, Esta.. Perbandingan Kinerja Pasar Modal Syariah dan Konvensional di Indonesia: Pendekatan Volalitas, dalam Jusmaliani *et al.* 2008. *op. cit.* hal.169-214

variabilitas laba, *Beta* akuntansi, *cyclicality* dan *Price Book Ratio* tidak signifikan terhadap *Beta* saham syariah.<sup>14</sup>

Auliyah dan Hamzah melakukan penelitian dengan menganalisis pengaruh variabel-variabel karakteristik perusahaan (*earning per share*, *dividend payout*, *current ratio*, *return of invesment*, dan *cyclicality*) dan variabel-variabel makroekonomi (kurs rupiah terhadap modal, dan PDB) terhadap terhadap *return* dan *beta* saham syariah. Hasilnya pengujian regresi berganda menunjukkan dari *F-test* yang telah dilakukan untuk *return* saham syariah menghasilkan probabilitas signifikansi di atas 5% yaitu sebesar 11,6% dan nilai *F*-hitung sebesar 1,589, sementara pada *beta* saham syariah menghasilkan probabilitas signifikansi dibawah 5% yaitu sebesar 0% dan nilai *F*-hitung sebesar 6,229. Dengan adanya hal itu, hasil pengujian dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan pada tingkat 5% secara bersama-sama dari variabel-variabel karakteristik perusahaan, industri dan ekonomi makro terhadap *return* saham syariah tetapi terdapat pengaruh signifikan pada tingkat 5% terhadap *beta* saham syariah. Hasil pengujian ini tidak mendukung hipotesis  $H_{A1}$  (Variabel-variabel karakteristik perusahaan, industri dan makroekonomi secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham syariah yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta) tetapi mendukung hipotesis  $H_{A3}$  (Variabel-variabel karakteristik perusahaan, industri dan makroekonomi secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap *beta* saham syariah yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.) Hasil

---

<sup>14</sup>Hamzah, Ardi, 2005. "Analisa Pengaruh Ekonomi Makro, Industri dan Karakteristik Perusahaan Terhadap Beta Saham Syariah". *Simposium Nasional Akuntansi (SNA) VIII*, Solo

ini juga mengindikasikan bahwa hubungan *return* dan risiko saham syariah adalah saling berlawanan. Nilai adjusted  $R^2$  pada *return* saham syariah sebesar 3,8% dan pada *beta* saham syariah sebesar 26%. Ini berarti variabel-variabel karakteristik perusahaan, industri dan ekonomi makro hanya dapat menjelaskan sebesar 3,8% pada *return* saham syariah, sedangkan 96,2% dijelaskan oleh variabel-variabel lain. Untuk variabel-variabel karakteristik perusahaan, industri dan ekonomi makro hanya dapat menjelaskan sebesar 26% pada *beta* saham syariah, sedangkan 74% dijelaskan oleh variabel-variabel. Sedangkan hasil pengujian regresi secara parsial menunjukkan bahwa tidak ada satu pun variabel-variabel yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* saham syariah, sedangkan variabel-variabel yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap *beta* saham syariah adalah *cyclical*ity, kurs rupiah terhadap *dollar* dan Produk Domestik bruto (PDB).<sup>15</sup>

Dalam kaitannya dengan unsur spekulasi di pasar modal syariah, adalah penelitian Hulwati yang menganalisis transaksi saham di pasar modal Indonesia perspektif hukum ekonomi Islam. Penelitian tersebut menghasilkan kesimpulan bahwa, transaksi saham yang dilakukan di pasar perdana tidak bertentangan dengan hukum ekonomi Islam, karena aktivitas (ketetapan harga) itu dilaksanakan berdasarkan atas kesepakatan emiten, penjamin emisi dan investor, dan tidak berbelit-belit, sedangkan agio saham yang diperoleh akan mengalir ke perusahaan yang

---

<sup>15</sup> Auliayah, Robiatul dan Hamzah, Ardi, 2006. "Analisis Pengaruh Karakteristik Perusahaan, Industri, dan Ekonomi Makro Terhadap Return dan Beta Saham Syariah di BEJ". *Simposium Nasional Akuntansi (SNA) IX*, Padang

nantinya dinikmati oleh investor sebagai dividen. Sementara transaksi saham di pasar sekunder dimana terdapat unsur-unsur spekulasi, manipulasi yang mengarah kepada *gharar*, tetapi praktik tersebut dapat dieliminir dengan menerapkan aturan perdagangan pasar modal sebagaimana yang telah diatur, sehingga mekanisme pasar terlihat lebih realistis dan rasional serta tidak bertentangan dengan hukum ekonomi Islam.<sup>16</sup>

Penelitian Hardeos, yang menganalisis aspek hukum transaksi saham di pasar modal dalam perspektif hukum ekonomi syariah. Penelitian tersebut menghasilkan kesimpulan bahwa, unsur spekulasi sangat dominan dalam permainan saham di pasar sekunder. Transaksi saham di pasar modal banyak melangsungkan praktik yang dilarang dalam Islam.<sup>17</sup>



## 2. Tindak Lanjut Penelitian

Untuk tindak lanjut penelitian, yang hendak dilakukan peneliti adalah menganalisis pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap pasar modal syariah dan pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap pasar modal konvensional: sebuah perbandingan terhadap praktik spekulasi di pasar modal. Mikroekonomi pada penelitian ini merupakan faktor-faktor fundamental perusahaan yang terdiri dari rasio

<sup>16</sup>Hulwati, 2001. *Transaksi Saham di Pasar Modal Indonesia Perspektif Hukum Ekonomi Islam*. Yogyakarta: UII Press

<sup>17</sup>Hardeos, 2009. *Aspek Hukum Instrumen Pasar Modal (Studi Kritis Terhadap Transaksi Saham di Pasar Modal dalam Perspektif Hukum Ekonomi Syariah)*. Tesis Program Pascasarjana Magister Studi Islam Konsentrasi Hukum Bisnis Syariah UII, Yogyakarta.

likuiditas, profitabilitas, *leverage*, dan aktivitas serta makroekonomi terdiri dari tingkat inflasi, tingkat, perubahan kurs, dan pertumbuhan ekonomi. Pasar modal syariah pada penelitian ini merupakan akumulasi dari instrumen saham<sup>18</sup> yang terdapat pada perusahaan-perusahaan yang masuk dalam perhitungan *Jakarta Islamic Indeks* (JII) dan Pasar modal konvensional merupakan akumulasi instrumen saham yang terdapat pada perusahaan- yang masuk dalam perhitungan Indeks 45 Saham Paling Likuid (LQ-45).

## B. Kerangka Teori

### 1. Mikroekonomi dan Pasar Modal

#### a. Definisi dan Pendekatan Mikroekonomi dalam Perusahaan

Mikroekonomi adalah studi tentang pilihan-pilihan ekonomi oleh individu-individu dan perusahaan-perusahaan, dan bagaimana pilihan-pilihan tersebut menciptakan pasar.<sup>19</sup> Prinsip utama mikroekonomi adalah bahwa rumah tangga dan perusahaan berusaha mencapai optimalisasi – mereka melakukan hal yang terbaik yang bisa dilakukan untuk mereka sendiri berdasarkan tujuan dan hambatan yang mereka hadapi. Dalam model mikroekonomi, rumah tangga memilih pembeliannya untuk memaksimalkan tingkat kepuasan, yang disebut ekonom sebagai utilitas

<sup>18</sup>Nilai Emisi Instrumen Saham di Pasar Modal (BEI) sebesar 70,63 %, sedangkan instrument obligasi sebesar 29,37%. (berdasarkan data Statistik Pasar Modal: Minggu ke-4 Desember 2009)

<sup>19</sup>Nicholson, Walter, 2002. *Mikroekonomi Intermediate dan Aplikasinya*, Edisi VIII (Alih bahasa: Ign Bayu Mahendra, Abdul Aziz; editor: Wisnu Chandra Kristiaji, Nurcahyo Mahanani). Jakarta: Erlangga. hal. 5

(*utility*), dan perusahaan mengambil keputusan produksi untuk memaksimalkan laba.<sup>20</sup>

Pendekatan mikroekonomi dalam perusahaan adalah faktor-faktor fundamental perusahaan. Menurut Stoner *et. al.*, analisis fundamental berkaitan dengan penilaian kinerja perusahaan, tentang efektifitas dan efisiensi perusahaan mencapai sasarannya.<sup>21</sup> Untuk menganalisis kinerja perusahaan, menurut Gitman dapat digunakan rasio keuangan yang terbagi dalam empat kelompok, yaitu rasio likuiditas, aktivitas, *leverage*, dan profitabilitas.<sup>22</sup>

Rasio likuiditas merupakan rasio yang dimaksudkan untuk mengukur likuiditas perusahaan. Likuiditas merupakan kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya yang harus segera dipenuhi. Likuiditas dimaksudkan sebagai perbandingan antara jumlah uang tunai dan aktiva lain yang dapat disamakan dengan uang tunai di satu pihak dengan jumlah utang lancar di lain pihak (likuiditas badan usaha), juga dengan pengeluaran-pengeluaran untuk menyelenggarakan perusahaan di lain pihak (likuiditas perusahaan). Likuiditas badan usaha dapat diketahui dengan membandingkan jumlah aktiva lancar (*current asset*)

<sup>20</sup> Mankiw, Gregory, 2007. *op. cit.* hal.11

<sup>21</sup> Stoner *et. al.* 1995. dalam Anastasia *et. al.* Analisis Faktor Fundamental dan Resiko Sistematis Terhadap Harga Saham Properti di BEJ. *Jurnal Akuntansi & Keuangan* Vol. 5, No. 2, Nopember 2003: 123 – 132

<sup>22</sup> Gitman. 2003. dalam Anastasia *et. al.* “Analisis Faktor Fundamental dan Resiko Sistematis Terhadap Harga Saham Properti di BEJ”. *Jurnal Akuntansi & Keuangan* Vol. 5, No. 2, Nopember 2003

dengan utang lancar (*current liabilities*), hasil perbandingan tersebut disebut *current ratio*.<sup>23</sup> Secara matematis dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Current Ratio (CR)} = \frac{\text{Current Asset}}{\text{Current Liabilities}}$$

Pada perusahaan-perusahaan sektor perbankan, rasio likuiditas dihitung dengan melakukan perbandingan antara pinjaman dengan total deposito (*loans to total deposits ratio/ LDR*).<sup>24</sup>

Rasio aktivitas merupakan rasio yang dimaksudkan untuk mengukur sampai seberapa besar efektivitas perusahaan dalam mengerjakan sumberdayanya. Dalam konteks penelitian ini rasio yang digunakan adalah *total assets turnover*. *Total assets turnover* merupakan rasio untuk mengukur penggunaan aktiva secara keseluruhan. Secara matematis dapat diukur sebagai berikut:

$$\text{Total assets turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Total assets}}$$

Pada perusahaan-perusahaan sektor perbankan, rasio aktivitas dihitung dengan melakukan perbandingan antara *loans* dengan *total assets* (*loans to total assets*).<sup>25</sup>

Rasio *leverage* merupakan rasio yang dimaksudkan untuk mengukur sampai berapa jauh aktiva perusahaan dibiayai oleh hutang. Rasio *leverage* dihitung dengan

<sup>23</sup>Riyanto, Bambang, 1995. Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan. Yogyakarta: BPFE hal. 25-26

<sup>24</sup> Kuncoro, Mudrajat dan Suhardjono, 2002. Manajemen Perbankan: Teori dan Aplikasi. Yogyakarta: BPFE. hal. 562-566

<sup>25</sup>*Ibid.*

membandingkan antara nilai buku total hutang jangka panjang dengan total aktiva/asset. Secara matematis dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{leverage} = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total asset}}$$

Pada perusahaan-perusahaan sector perbankan, rasio *leverage* dihitung dengan melakukan perbandingan antara *equity* dengan *total assets* (*equitys to total assets*).

Rasio profitabilitas merupakan rasio yang menunjukkan hasil akhir dari sejumlah kebijaksanaan dan keputusan. Profitabilitas dihitung dengan membandingkan antara laba dengan aktiva atau modal yang menghasilkan laba tersebut.<sup>26</sup> Untuk mengukur profitabilitas dapat diukur dengan menggunakan *Rate of return On total Asset* (ROA). ROA merupakan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi semua investor (pemegang obligasi dan saham), atau dapat dikatakan perbandingan antara *Earning Before Interest and Tax/ EBIT* (keuntungan sebelum bunga dan pajak) dengan total asset.<sup>27</sup> Secara matematis dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{ROA} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Asset}}$$

---

<sup>26</sup> *Ibid.* hal. 35

<sup>27</sup> *Ibid.* hal. 36

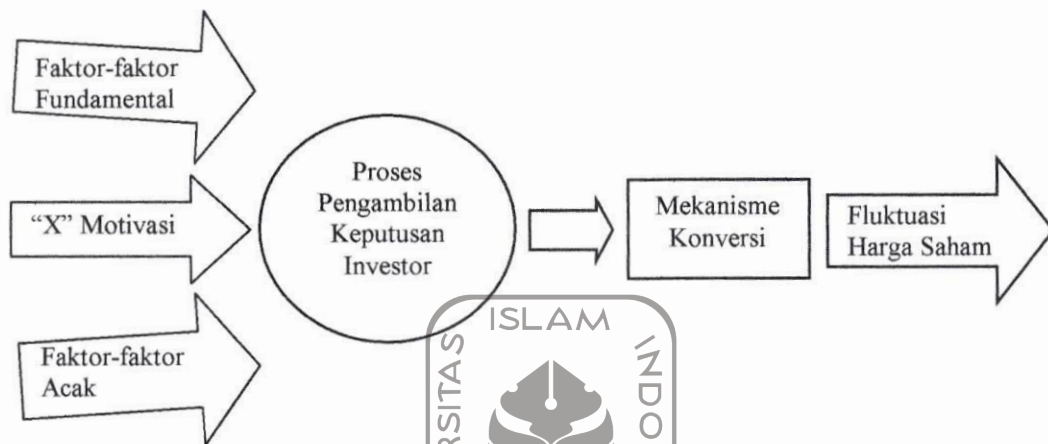
Tabel 4.1 Rasio-rasio Keuangan menurut Berbagai Sumber

Rasio Keuangan	Standar & Poors (1997)	Bank Indonesia (1993)	Thomson (1991)	Whalen & Thomson (1988)	Johnson & Johnson (1984)	Oliver & Robert	Sinkey (1975)
<i>CAPITAL</i>							
1. Rasio modal sendiri terhadap aktiva (Cap 1)				X		X	
2. Rasio modal sendiri dikurangi aktiva tetap terhadap total pinjaman ditambah surat berharga (Cap 2)						X	
3. Rasio modal sendiri terhadap total deposit (Cap 3)						X	
4. Rasio modal sendiri terhadap total aktiva setelah dikurangi kas & surat berharga (Cap 4)					X	X	
5. Rasio modal sendiri terhadap total pinjaman tambah surat berharga (Cap 5)						X	
<i>ASSET</i>							
1. Rasio pinjaman terhadap total aktiva (Ass 1)	X		X				X
2. Rasio kas ditambah bank dan surat berharga terhadap total aktiva (Ass 2)						X	
3. Rasio aktivitas produktif terhadap total aktiva (Ass 3)							
4. Rasio kas ditambah bank dan surat berharga serta penempatan pada bank lain terhadap total aktiva (Ass 4)						X	X
<i>EARNING</i>							
1. Rasio biaya operasi terhadap pendapatan operasi (Ear 1)		X					
2. Rasio laba operasi							



*in the markets where its products are sold, the firm's labor relations, the firm's sources of raw materials. The government rules that apply to the firm, and many other factors that may affect the value of the firm's common stock"*<sup>29</sup>

J.M. Hurst menggambarkan peran faktor-faktor fundamental perusahaan terhadap pasar modal, sebagai berikut:<sup>30</sup>



**Gambar 4.1 Hubungan Faktor-faktor Fundamental dengan Harga Saham**

Teori yang menggambarkan hubungan ini juga terdapat pada hipotesis efisiensi pasar (*efficient market hypothesis*) yang pertama kali dikemukakan oleh Eugene F. Fama (1970). Fama mendefinisikan pasar yang efisien sebagai berikut:

*A security market is efficient if security prices "fully reflect" the information available.*

Definisi fama ini menekankan dua aspek, yaitu "*fully reflect*" dan "*information available*". "*Fully reflect*" menunjukkan bahwa harga sekuritas secara akurat mencerminkan informasi yang ada. Menurut Fama, pasar dikatakan efisien jika

<sup>29</sup> Francis, 1988. dalam Anastasia *et. al.* "Analisis Faktor Fundamental dan Resiko Sistematis Terhadap Harga Saham Properti di BEJ". *Jurnal Akuntansi & Keuangan* Vol. 5, No. 2, Nopember 2003

<sup>30</sup> J.M. Hurst. *The Profit Magic of Stock Transaction Timing*. Prentice-Hall. Inc. and Englewood Cliffs: 1970. N.J. hal.142. dalam Sjahrir dan Marzuki Usman, 1991. *Pendewasaan Pasar Modal*. Jakarta: Ikatan Sarjana Ekonomi Indonesia

menggunakan informasi yang tersedia (*information available*), investor-investor secara akurat dapat mengekspektasikan harga dari sekuritas yang bersangkutan.<sup>31</sup>

Hipotesis efisiensi pasar (*efficient market hypothesis*) yang menyatakan bahwa harga pasar dari saham suatu perusahaan adalah penilaian secara rasional terhadap nilai suatu perusahaan, dengan melihat informasi terkini tentang prospek bisnis perusahaan. Hipotesis ini bertumpu pada dua alasan:

- a) Setiap perusahaan yang terdaftar pada bursa saham besar diminati dengan cermat oleh manajer investasi yang profesional, seperti seseorang yang bekerja untuk perusahaan reksadana. Setiap hari manajer-manajer itu mengawasi berita-berita baru untuk memperkirakan nilai perusahaan. Pekerjaan mereka adalah membeli saham ketika harganya di bawah nilai sesungguhnya dan menjualnya kembali ketika harganya di atas nilai sesungguhnya.
- b) Harga saham ditentukan oleh keseimbangan penawaran dan permintaan. Pada harga pasar, jumlah saham yang ditawarkan sama dengan jumlah saham yang diminta. Yang artinya, pada harga pasar, jumlah orang yang menganggap saham tersebut dinilai terlalu tinggi (*overvalue*) sama dengan jumlah orang yang menganggap saham tersebut dinilai terlalu rendah (*undervalue*). Dengan penilaian tersebut, saham haruslah dinilai dengan *fair*.

---

<sup>31</sup>Lihat Fama, Eugene F., "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969. (May, 1970), hal. 383-417, lihat juga Hartono, Jogianto, 2005. Pasar Efisien Secara Keputusan. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama. hal. 9

Menurut teori ini, pasar saham bersifat efisien secara informasi (*informationally efficient*): Pasar saham menggambarkan semua informasi yang tersedia tentang nilai dan aset. Harga saham berubah ketika informasi berubah. Ketika berita baik tentang prospek perusahaan tersedia bagi publik, nilai perusahaan dan sahamnya naik. Ketika prospek perusahaan menurun, nilai perusahaan dan harga sahamnya turun.<sup>32</sup>

Pasar efisien dapat terjadi karena peristiwa-peristiwa berikut ini:<sup>33</sup>

- a) Investor adalah penerima harga (*price taker*), yang berarti bahwa seorang sebagai pelaku pasar, investor seorang diri tidak dapat mempengaruhi harga suatu sekuritas.
- b) Informasi tersedia secara luas kepada semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan dan harga yang memperoleh informasi tersebut murah.
- c) Informasi dihasilkan secara acak (*random*) dan tiap-tiap pengumuman informasi bersifat acak satu dengan yang lainnya.
- d) Investor bereaksi dengan menggunakan informasi secara penuh dan cepat, sehingga harga sekuritas berubah dengan semestinya.

Sebaliknya jika kondisi-kondisi di atas tidak terpenuhi, kemungkinan pasar tidak efisien dapat terjadi. Dengan demikian, pasar dapat menjadi tidak efisien jika kondisi-kondisi berikut ini terjadi:<sup>34</sup>

<sup>32</sup> Mankiw, Gregory, 2007. *op. cit.* hal. 486-487, lihat juga Rawland, Pasaribu. Hipotesis Pasar Efisien. Diskusi ECONAERH Institute. rawland.pasaribu@gmail.com

<sup>33</sup> Hartono, Jogianto, 2005. *op. cit.* hal. 5-6

<sup>34</sup> *Ibid.* hal. 6-7

- a) Terdapat sejumlah kecil pelaku pasar yang dapat mempengaruhi harga dari sekuritas.
- b) Harga informasi mahal dan terdapat akses yang tidak seragam antara satu pelaku pasar dengan pelaku pasar lainnya terhadap informasi yang sama.
- c) Informasi yang disebarkan dapat diprediksi dengan baik oleh sebagian pelaku pasar.
- d) Investor adalah individu-individu yang lugu (*naiv investors*) dan tidak canggih (*unsophisticated investors*).

Berbeda dengan pandangan hipotesis efisiensi pasar tersebut dengan logika pasar saham yang sangat rasional, dengan melihat ketika membeli dan menjual, investor memfokuskan perhatiannya pada fundamental perusahaan (mikroekonomi), John Maynard Keynes mengajukan analogi yang cukup terkenal untuk menjelaskan spekulasi pasar. Pada zamannya, beberapa Koran menyelenggarakan “kontes kecantikan”, di mana Koran mencetak gambar 100 perempuan dan pembaca diminta untuk memilih lima perempuan tercantik. Hadiah diberikan kepada pembaca yang pilihannya paling sesuai dengan konsensus peserta lainnya. Peserta yang naif hanya akan memilih perempuan cantik menurut dirinya. Namun strategi yang lebih baik adalah menebak lima perempuan yang sekiranya dipilih peserta lain sebagai perempuan tercantik. Namun demikian, peserta lainnya akan berpikir dengan cara yang sama. Jadi, strategi yang baik adalah menebak mana yang orang lain kira akan diperkirakan oleh orang lainnya sebagai perempuan cantik, dan seterusnya. Pada

akhir proses, untuk memenangkan kontes diperlukan kemampuan untuk menebak kemampuan pendapat orang lain dan bukan penilaian kecantikan sejati.<sup>35</sup>

Dalam perspektif investasi di pasar modal, Keynes beralasan bahwa karena investor pasar saham akan menjual sahamnya kepada pihak lain, mereka tertarik pada penilaian pihak lain terhadap perusahaan daripada sesungguhnya nilai perusahaan. Investor terbaik menurut Keynes adalah mereka yang dengan tepat menebak psikologi masyarakat. Keynes percaya bahwa pergerakan harga saham seringkali menggambarkan gelombang optimisme dan pesimisme, yang dia sebut “semangat binatang (*animal spirits*)” dari investor.<sup>36</sup>

Perdebatan dua pandangan pasar saham tersebut (“hipotesis efisiensi pasar” dan “kontes kecantikan Keynes”) terus berlangsung hingga saat ini. Beberapa ekonom melihat pasar saham melalui lensa hipotesis efisiensi pasar. Mereka yakin bahwa fluktuasi adalah gambaran rasional terhadap perubahan fundamental ekonomi. Di sisi lain, ekonom lainnya melihat kontes kecantikan Keynes sebagai gambaran spekulasi saham. Berdasarkan pendapat mereka, pasar saham seringkali berfluktuasi tanpa alasan yang jelas, dan karena pasar saham mempengaruhi permintaan agregat barang dan jasa, fluktuasi ini merupakan sumber dari fluktuasi ekonomi dalam jangka pendek.<sup>37</sup>

---

<sup>35</sup> Mankiw, Gregory, 2007. *op. cit.* hal. 487

<sup>36</sup> Lihat J.M. Keynes. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. hal. 105-106

<sup>37</sup> Mankiw, Gregory, 2007. *op. cit.* hal. 487-488

## 2) Pendekatan Normatif

Pendekatan normatif<sup>38</sup> yang menggambarkan hubungan mikroekonomi dengan pasar modal adalah digambarkan dalam firman Allah SWT. dalam al Qur'an Surat At-Taubah: 105

وَقُلْ أَعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ وَسَتُرَدُّونَ  
إِلَىٰ عِلْمِ الْغَيْبِ وَالشَّهَادَةِ فَيُنبِّئُكُمْ بِمَا كُنْتُمْ تَعْمَلُونَ ﴿١٠٥﴾

Artinya: dan Katakanlah; "Bekerjalah kamu, Maka Allah dan Rasul-Nya serta orang-orang mukmin akan melihat pekerjaanmu itu, dan kamu akan dikembalikan kepada (Allah) yang mengetahui akan yang ghaib dan yang nyata, lalu diberitakan-Nya kepada kamu apa yang telah kamu kerjakan.

Thabathaba'i dalam Tafsir al-Mishbah M. Quraish Shihab<sup>39</sup> berpendapat ayat ini bermakna: "Wahai Muhammad, katakanlah, lakukanlah apa yang kamu kehendaki – baik atau buruk, karena Allah akan menyaksikan hakikat amalan kamu, dan

Berdasarkan hubungan mikroekonomi dengan pasar modal dalam kerangka teori-studi teoritis tersebut dirumuskan hipotesis yang terkait sebagai berikut:

H4A: Mikroekonomi (rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio *leverage*, dan rasio profitabilitas) berpengaruh signifikan terhadap terhadap *return* saham konvensional

H4B: Mikroekonomi (rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio *leverage*, dan rasio profitabilitas) berpengaruh signifikan terhadap terhadap *beta* saham konvensional

(Untuk lebih jelasnya mengenai hipotesis ini dapat di lihat pada pembahasan sub pokok hipotesis penelitian di bab ini juga)

<sup>38</sup> Dalam pendekatan nomatif, agama (Islam) sebagaimana kaidah, yakni: "segala yang ditetapkan oleh Allah untuk hambaNya yang menyangkut aqidah, ibadah, dan mu'amalah, dan aturan-aturan hidup lainnya yang bermacam-macam untuk kebahagiaan dunia dan akhirat."

Agama identik dengan syari'ah yang terkandung dalam teks-teks al-Qur'an. Dengan makna Agama (Islam) demikian, maka kajian dan penelitian agama dipandang bersifat normatif, yakni upaya memahami ajaran-ajaran Allah atau ajaran Tuhan Yang Maha Kuasa. (Minhaji, Akh. *Strategies For Social Research*, hal. 56)

<sup>39</sup> Shihab, Quraish, 2002. *Tafsir Al-Mishbah: Pesan, Kesan, dan Keserasian Al-Qur'an*. Vol. 5. Jakarta: Lentera Hati. hal. 711-713

disaksikan pula oleh Rasul dan kaum mukminin yang menjadi syuhada (saksi-saksi amal)<sup>40</sup> dengan kata lain, amal apapun yang kamu kerjakan, baik atau buruk, maka hakikatnya (bukan lahirnya yang nyata di dunia ini) disaksikan Allah Yang Maha Mengetahui yang ghaib dan yang nyata, kemudian Rasul-Nya dan orang-orang mukmin di dunia, yaitu yang menjadi saksi-saksi amal manusia, lalu kamu semua akan dikembalikan kepada Allah pada hari kemudian, dan ketika itu kamu mengetahui hakikat amal kamu." Ayat ini menurut Thabathaba'i, mendorong manusia untuk mawas diri dan mengawasi amal-amalan mereka, dengan jalan mengingatkan mereka bahwa setiap amal yang baik dan buruk, yang memiliki hakikat yang tiada dapat disembunyikan, dan mempunyai saksi-saksi yang mengetahui dan melihat hakikatnya, yaitu Rasul SAW dan para saksi amal-amal dari kelompok kaum mukminin setelah Allah SWT. Lalu Allah akan membuka tabir yang menutup mata mereka yang mengerjakan amal-amal tersebut pada hari kiamat, sehingga mereka pun akan mengetahui dan melihat hakikat amal mereka.<sup>41</sup>

Tafsir ayat tersebut dalam konteks penelitian ini adalah kalimat 'bekerjalah kamu' dalam perspektif mikroekonomi (perusahaan) merupakan *performance* yang tergambarkan dalam kinerja perusahaan, sedangkan kalimat 'Maka Allah dan Rasul-Nya serta orang-orang mukmin akan melihat pekerjaanmu' merupakan pengawasan yang dilakukan investor untuk proses pengambilan keputusan investasi atas informasi kinerja perusahaan (nilai perusahaan) tersebut. Keputusan investasi tersebut secara

---

<sup>40</sup> QS. Al-Baqarah (2): 143

<sup>41</sup> QS. Qaf (50): 22

langsung akan mempengaruhi harga atau pergerakan saham dan secara tidak langsung akan mempengaruhi pasar modal secara keseluruhan. Senada dengan hal tersebut Metwally berpendapat, bahwa kinerja pasar modal syariah (bursa efek ekonomi Islam) hampir terkait dengan kinerja perusahaan yang menerbitkan saham.<sup>42</sup>

### c. Mikroekonomi Konvensional dan Mikroekonomi Islam

Perbedaan antara mikroekonomi konvensional dan mikroekonomi Islam adalah terletak pada asumsi dasar atau norma pokok atau pun aturan main dalam proses maupun interaksi kegiatan ekonomi yang diberlakukan.<sup>43</sup> Pembahasan mikroekonomi konvensional didasarkan pada perilaku individu-individu yang secara nyata terjadi di setiap unit ekonomi. Karena tidak ada batasan syariah yang digunakan, maka perilaku dalam setiap individu dalam ekonomi tersebut akan bertindak dan berperilaku sesuai norma dan aturan menurut persepsi masing-masing. Oleh karena itu, mikroekonomi konvensional memandang bahwa memasukkan tatanan norma tertentu dalam pembahasan perilaku dalam memenuhi kebutuhan ekonominya

<sup>42</sup> Metwally, 1995. Teori dan Model Ekonomi Islam. hal. 186

Berdasarkan hubungan mikroekonomi dengan pasar modal dalam kerangka teori-pendekatan normatif dan studi teoritis tersebut dirumuskan hipotesis yang terkait sebagai berikut:

H1A: Mikroekonomi (rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio *leverage*, dan rasio profitabilitas) berpengaruh signifikan terhadap terhadap *return* saham syariah

H1B: Mikroekonomi (rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio *leverage*, dan rasio profitabilitas) berpengaruh signifikan terhadap terhadap *beta* saham syariah

(Untuk lebih jelasnya mengenai hipotesis ini dapat di lihat pada pembahasan sub pokok hipotesis penelitian di bab ini juga)

<sup>43</sup> SIZ. 1999. Prinsip-prinsip Ekonomi Islam. Surabaya: Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga. hal. 9

menjadi tidak relevan.<sup>44</sup> Berbeda dengan mikroekonomi konvensional, dalam pembahasan mikroekonomi Islam, faktor moral atau norma yang terangkum dalam tatanan syariah akan ikut menjadi variabel yang penting dan perlu dijadikan sebagai alat analisis. Ekonomi mikro Islami menjelaskan bagaimana sebuah keputusan diambil oleh setiap unit ekonomi dengan memasukkan batasan-batasan syariah sebagai variabel yang utama. Dalam ekonomi mikro Islami, kita menganggap bahwa basik ekonomi (variabel-variabel ekonomi) hanya memenuhi segi *necessary condition*, sedangkan moral dan tatanan syariah akan memenuhi unsur *sufficient condition* dalam ruang lingkup pembahasan ekonomi mikro.<sup>45</sup>

Motif ekonomi dalam ekonomi Islam adalah mencari keberuntungan di dunia dan di akhirat, yang dalam ekonomi konvensional motif ekonomi terbatas pada kehidupan di dunia, sedangkan dalam ekonomi Islam memandang bahwa kehidupan di dunia tidak dapat dipisahkan dengan kehidupan di akhirat. *Return* yang kita peroleh di akhirat tergantung pada apa yang kita investasikan di dunia. Dalam perspektif mikroekonomi, hal ini sesuai dengan firman Allah SWT dalam surat Az-Zalzalah : 7 – 8

فَمَنْ يَعْمَلْ مِثْقَالَ ذَرَّةٍ خَيْرًا يَرَهُ ﴿٧﴾ وَمَنْ يَعْمَلْ مِثْقَالَ ذَرَّةٍ شَرًّا يَرَهُ ﴿٨﴾

<sup>44</sup> Karim, Adiwarmanto A., 2008. *op. cit.* hal. 1

<sup>45</sup> *Ibid.* hal. 2

“Barangsiapa yang mengerjakan kebaikan seberat *dzarrah*pun, niscaya Dia akan melihat (balasan)nya, dan Barangsiapa yang mengerjakan kejahatan sebesar *dzarrah*pun, niscaya Dia akan melihat (balasan)nya pula.

## 2. Makroekonomi dan Pasar Modal

### a. Definisi Makroekonomi dan Indikatornya

Makroekonomi merupakan studi tentang perekonomian secara menyeluruh.<sup>46</sup> Makroekonomi berkaitan dengan aktivitas ekonomi pada suatu Negara, sehingga Negara dalam hal ini pemerintah memegang peranan penting dalam membuat kebijakan untuk mengatasi permasalahan makroekonomi. Kebijakan pemerintah, baik berupa kebijakan moneter dan atau kebijakan fiskal untuk mengatasi permasalahan makroekonomi, akan berdampak pada fundamental perusahaan dan pasar.

Kinerja perekonomian suatu Negara umumnya diukur oleh beberapa indikator ekonomi yang bisa mencerminkan tingkat kegiatan ekonomi di masuarakat. Perkembangan indikator-indikator ini tidak saja dapat berpengaruh terhadap stabilitas ekonomi, tetapi juga pada tingkat kesejahteraan masyarakat secara keseluruhan. Salah satu indikator ekonomi terpenting adalah pertumbuhan ekonomi, yang untuk pencapaiannya tidak saja dipengaruhi oleh tersedianya pembiayaan yang memadai, tetapi juga oleh masalah distribusi sumber daya yang ada.<sup>47</sup>

<sup>46</sup> Mankiw, Gregory, 2007. *op. cit.* hal.14

<sup>47</sup> Yendra, Melvi, 2009. *et. al.*, 2009. *Indonesia Economic Outlook 2010*. Jakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia dan PT. Grasindo. hal. 4

Dilihat dari sisi pertumbuhan ekonomi, Indonesia mengalami pertumbuhan ekonomi yang cukup baik dibandingkan dengan saat krisis ekonomi terjadi. Pada akhir tahun 2005, pertumbuhan ekonomi mencapai 5,7 % sedangkan pada saat krisis ekonomi pertumbuhannya -12,9 % serta pada akhir tahun 2008 mencapai 6,1 %.<sup>48</sup> Indikator lain yang menunjukkan perbaikan adalah tingkat inflasi yang terjadi di mana pada saat krisis ekonomi yang tingkat inflasi mencapai 77,6 % (pada Tahun 1998) sedangkan pada Tahun 2005 tingkat inflasi mencapai 17,11 % dan pada Tahun 2008 mencapai 11,06 %.<sup>49</sup> Indikator makroekonomi lain yang menggambarkan perkembangan ekonomi Indonesia dapat di lihat pada tabel berikut:

**Tabel 4.2 Indikator Makroekonomi Indonesia Tahun 2005 – 2008**

Indikator Makro	Rata-rata untuk tiap tahun			
	2005	2006	2007	2008
SBI	12,75 %	9,75 %	8,0 %	9,71 %
Inflasi	17,11 %	6,60 %	6,59 %	11,06 %
Kurs Rupiah/Dolar US (Perubahan)	9.713 (8,6 %)	9.167 (-5,6 %)	9.140 (-0,3 %)	9.666 (5,4 %)
Pertumbuhan Ekonomi	5,7 %	5,5 %	6,3 %	6,1 %

Sumber: Bank Indonesia

Penjelasan mengenai indikator tersebut akan menggambarkan pengaruh dan peran masing-masing indikator dalam perekonomian. Secara umum inflasi berarti kenaikan tingkat harga barang dan jasa secara umum dalam suatu periode tertentu. Inflasi dapat dianggap sebagai sebagai fenomena moneter karena terjadinya

<sup>48</sup> BI, Laporan Perekonomian Indonesia 1998 – 2008

<sup>49</sup> *ibid.*

penurunan nilai unit perhitungan moneter terhadap suatu komoditas.<sup>50</sup> Definisi inflasi oleh para ekonom moderen adalah kenaikan yang menyeluruh dari jumlah uang yang harus dibayarkan (nilai unit perhitungan moneter) terhadap barang-barang/ komoditas dan jasa.<sup>51</sup> Inflasi diukur dengan tingkat inflasi (*rate of inflation*) yaitu tingkat perkembangan dari tingkat harga secara umum. Persamaannya adalah sebagai berikut:

$$\frac{\text{Tingkat Harga}_t - \text{Tingkat Harga}_{t-1}}{\text{Tingkat Harga}_{t-1}} \times 100 = \text{Rate of Inflation}$$

Tingkat suku bunga merupakan kompensasi yang dibayarkan oleh peminjam dana kepada yang memberi pinjaman. Dari sudut peminjam kompensasi tersebut merupakan biaya dari dana yang di pinjam. Hasil yang di harapkan adalah dari dana yang diinvestasikan, umumnya investor menginginkan pengembalian yang minimal sama dengan tingkat bunga tabungan/deposito yang berlaku pada bank umum. Kurs mata uang/nilai tukar uang (*exchange rates*) adalah catatan (*quotation*) harga pasar dari mata uang asing (*foreign currency*) dalam harga mata uang domestik (*domestic currency*) atau resiprokalnya, yaitu mata uang domestik dalam mata uang asing.<sup>52</sup>

Kurs mata uang merepresentasikan nilai pertukaran mata uang dalam mata uang lainnya dalam suatu berbagai transaksi, terutama menyangkut transaksi perdagangan , investasi, ataupun aliran uang jangka pendek lain antarnegara, yang

<sup>50</sup>Karim Adiwarmn A., 2007. *op. cit.* hal. 135

<sup>51</sup>Dughlas Greenwald, ed. *Encyclopedia of Economic* (New York: McGrae-Hill, Inc., 1982), hlm.510, dalam Karim Adiwarmn A., 2007. *op. cit.* hal. 135

<sup>52</sup>*Ibid.* hlm. 157

melewati batas-batas geografis ataupun batas-batas hukum. Mata uang asing yang dijadikan parameter pembandingan mata uang domestik (Rupiah) adalah dolar Amerika Serikat (US \$), karena US \$ merupakan mata uang yang sering digunakan dalam transaksi perdagangan global.

*Gross Domestic Product* (GDP) atau Produk Domestik Bruto (PDB) merupakan output riil yang mampu dihasilkan oleh suatu perekonomian menggunakan inputs yang tersedia dalam satu tahun atau dengan kata lain dapat dikatakan merupakan nilai moneter semua barang dan jasa yang diproduksi di suatu negara dalam satu tahun. GDP merupakan ukuran keberhasilan ekonomi suatu negara, sehingga perkembangan GDP disebut juga sebagai pertumbuhan ekonomi. Pertumbuhan ekonomi adalah perkembangan GDP suatu negara pada periode waktu tertentu. Persamaannya adalah sebagai berikut:

$$\text{Pertumbuhan ekonomi} = \frac{GDP_t - GDP_{t-1}}{GDP_{t-1}}$$

## b. Hubungan Makroekonomi dengan Pasar Modal

### 1) Studi Teoritik

Makroekonomi merupakan studi tentang perekonomian secara menyeluruh.<sup>53</sup> Makroekonomi berkaitan dengan aktivitas ekonomi pada suatu Negara, sehingga Negara dalam hal ini pemerintah memegang peranan penting dalam membuat

---

kebijakan untuk mengatasi permasalahan makroekonomi. Kebijakan pemerintah, baik berupa kebijakan moneter dan atau kebijakan fiskal untuk mengatasi permasalahan makroekonomi, akan berdampak pada fundamental perusahaan dan pasar.

Paul Samuelson menunjukkan realibilitas pasar saham sebagai indikator ekonomi dengan pernyataannya, “pasar saham memprediksikan semua dalam lima resesi terakhir” Pasar saham cukup berfluktuatif, sehingga dapat memberikan informasi yang salah tentang masa depan ekonomi. Namun, kita seharusnya tidak mengabaikan keterkaitan antara pasar saham dan perekonomian. Fakta hubungan pasar saham dengan aktivitas ekonomi riil di Amerika dengan menggunakan data kuartalan tahun 1970 – 2005 menunjukkan perubahan pasar saham seringkali mencerminkan perubahan-perubahan dalam *Gross Domestic Product* (GDP) riil. Ketika saham mengalami penurunan yang berarti, ada alasan untuk khawatir bahwa resesi akan muncul.<sup>54</sup>

Fluktuasinya harga saham dan aktivitas ekonomi yang cenderung besama-sama dapat dijelaskan dengan teori investasi  $q$  Tobin. Penurunan dalam pasar saham biasanya dikaitkan dengan penurunan dalam  $q$  Tobin. Turunnya  $q$  mencerminkan pesimisme investor tentang profitabilitas sekarang dan masa depan dari modal. Ini berarti bahwa fungsi investasi bergeser ke kiri: investasi menjadi rendah pada tingkat

---

<sup>54</sup> Mankiw, Gregory, 2007. *op. cit.* hal. 485-486

bunga tertentu. Akibatnya, permintaan agregat atas barang dan jasa mengalami kontraksi, yang menyebabkan output dan kesempatan kerja lebih rendah.<sup>55</sup>

Ada dua alasan mengapa harga saham dikaitkan dengan aktivitas perekonomian. Pertama, karena saham adalah bagian dari kekayaan rumah tangga, maka penurunan harga saham membuat orang lebih miskin dan menurunkan pengeluaran konsumen, yang juga menurunkan permintaan agregat. Kedua, penurunan harga saham juga menunjukkan berita yang buruk mengenai kemajuan teknologi dan pertumbuhan ekonomi jangka panjang. Jika benar, ini berarti bahwa tingkat output alami dan penawaran agregat akan berekspansi lebih lambat di masa depan daripada yang diharapkan sebelumnya.<sup>56</sup>

Keterkaitan antara pasar saham dan perekonomian tidak hilang bagi para pembuat kebijakan, begitu pula bagi Bank Sentral. Tentu saja, karena pasar saham sering mengantisipasi perubahan dalam GDP riil dan data pasar saham tersedia lebih cepat daripada data GDP, pasar saham merupakan indikator ekonomi yang mesti diamati secara ketat. Jadi, teori investasi  $q$  Tobin menekankan bahwa keputusan investasi bergantung tidak hanya pada kebijakan ekonomi saat ini tetapi juga pada kebijakan yang diduga berlaku di masa depan.<sup>57</sup>

Kebijakan ekonomi di Indonesia dinilai berpengaruh terhadap perkembangan pasar modal. Sebagai contoh, tingginya suku bunga deposito tabungan di Indonesia,

<sup>55</sup> *Ibid.* hal. 485

<sup>56</sup> *Ibid.* lihat juga Gup, Benton E., 2005. *Capital Market, Globalization, and Economic Development*. New York: Springer

<sup>57</sup> Mankiw, Gregory, 2007. *op. cit.* hal. 485

akan menimbulkan dua masalah. Pertama, merupakan kendala besar bagi laju Penanaman Modal Dalam Negeri (PMDN) implikasi dari meningkatnya suku bunga kredit dan tingginya suku bunga juga akan berdampak pada pemindahan investor pasar modal ke pasar uang di bank karena selisih antara *return* pasar modal dan suku bunga tersebut. Kedua, masuknya potofolio asing berjangka pendek (*short term capital*), yang hanya memburu tingginya suku bunga deposito, bisa menimbulkan instabilitas yang membahayakan neraca pembayaran, apabila terjadi arus keluar (*capital outflow*) dalam jumlah besar. Uang panas (*hot money*) semacam ini bersifat elastis, sehingga menjadi riskan. Inflasi yang melanda perekonomian Indonesia dapat dianalisis dari sudut pandang lain, yaitu *point of view* nilai tukar. Sebagai dampak dari rupiah yang mengalami *undervalue* (atau sebaliknya dolar *overvalue*), maka terjadilah dua implikasi penting. Pertama, dolar terlalu mahal telah menyebabkan *imported inflation*, yaitu inflasi yang disebabkan oleh mahalnya input yang berasal dari impor. Kedua, perbedaan harga yang terlalu mencolok antara harga domestik dan internasional, telah membuka peluang terjadinya ekspor, entah legal maupun illegal. Prasetiantono menyimpulkan bahwa, pemulihan pasar modal di Indonesia akan sangat dipengaruhi oleh kinerja perekonomian makro, khususnya yang menyangkut suku bunga dan kurs.<sup>58</sup>

---

<sup>58</sup> Prasetiantono, A. Tony, 1998. "Dependensi Pasar Modal Indonesia Terhadap Sektor Moneter dan Sektor Rill". dalam *SINERGI (Kajian Bisnis & Manajemen)*. Vol.1, No. 1, 1998. hal. 60-67

Hal senada juga dikemukakan oleh Mishkin<sup>59</sup> yang menghubungkan antara kebijakan moneter dan harga saham, dengan mengatakan bahwa analisis pasar modal cenderung mengandalkan pada setiap kata yang diucapkan oleh Gubernur *Federal Reserve* (Indonesia: Gubernur Bank Indonesia) secara mutlak karena mereka mengetahui bahwa faktor penentu harga saham adalah kebijakan moneter. Kebijakan moneter dapat mempengaruhi harga saham dengan dua cara. Pertama, ketika *Federal Reserve* (Bank Indonesia) menurunkan suku bunga, imbal hasil atas obligasi (aset alternatif dari saham) turun dan investor bersedia menerima tingkat imbal hasil atas investasi yang disyaratkan ( $k_e$ ) yang lebih rendah dengan ekuitas. Penurunan  $k_e$  akan menurunkan penyebut dalam model pertumbuhan Gordon,<sup>60</sup> mendorong nilai  $P_0$  yang lebih tinggi, dan menaikkan harga saham. Kedua, penurunan suku bunga akan mendorong perekonomian, sehingga laju pertumbuhan dividen akan lebih tinggi. Kenaikan  $g$  ini menyebabkan penyebut dalam persamaan model pertumbuhan Gordon turun, dan semakin mendorong  $P_0$  lebih tinggi dan meninggikan harga saham.

*Arbitrage Pricing Theory* (APT) mengasumsikan bahwa *return* sekuritas berhubungan dengan sejumlah faktor yang baik jumlah maupun jenisnya belum

<sup>59</sup>Mishkin, Frederic S., 2008. *Ekonomi Uang, Perbankan, dan Pasar Keuangan Edisi VIII*. Penerjemah: Lana dan Beta. Jakarta: Salemba Empat. hal. 206

<sup>60</sup> Model Pertumbuhan Gordon:

$$P_0 = \frac{D_0 (1 + g)}{(k_e - g)} = \frac{D_1}{(k_e - g)}$$

Di mana:

$D_0$  = dividen yang paling terakhir dibayar

$g$  = perkiraan tingkat pertumbuhan dividen yang konstan

$k_e$  = tingkat imbal hasil atas investasi dalam ekuitas yang disyaratkan

diketahui. Pendekatan APT mensyaratkan hubungan yang linier antara return sekuritas dengan beberapa faktor. Persamaannya dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$r = \mu + \beta F + e$$

(dimana:  $r$  = *rate of return* sekuritas  $i$ ,  $\mu$  = konstanta,  $\beta$  = koefisien faktor,  $F$  = nilai faktor,  $e$  = *random error term*)

Dalam model multifaktor, kasus sejumlah  $k$  faktor ( $F_1, F_2, \dots, F_k$ ), tiap-tiap sekuritas akan memiliki sejumlah sensitifitas ( $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$ ), dalam model  $k$  tersebut:

$$r_i = \mu_i + \beta_{i1}F_{i1} + \beta_{i2}F_{i2} + \dots + \beta_{ik}F_{ik} + e_i$$

Beberapa peneliti yang telah mengidentifikasi faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *return* sekuritas diantaranya adalah Chen, Roll, dan Ross, faktor tersebut adalah:<sup>61</sup>

- a) Tingkat pertumbuhan produksi industri
- b) Tingkat inflasi (baik yang diharapkan atau tidak).
- c) Selisih antara tingkat bunga jangka panjang dan jangka pendek.
- d) Selisih antara obligasi berperingkat tinggi dan rendah.

<sup>61</sup>Chen, Roll, dan Ross, 1986. "Economic Forces and Stock Market". *The University of Chicago Press: The Journal of Business*, Vol. 59, No. 3.

Berdasarkan hubungan makroekonomi dengan pasar modal dalam kerangka teori-studi teoritis tersebut dirumuskan hipotesis yang terkait sebagai berikut:

H5A: Makroekonomi (Tingkat inflasi, SBI, perubahan nilai kurs, Pertumbuhan Ekonomi) berpengaruh signifikan terhadap terhadap *return* saham konvensional

H5B: Makroekonomi (Tingkat inflasi, SBI, perubahan nilai kurs, Pertumbuhan Ekonomi) berpengaruh tidak signifikan terhadap terhadap *beta* saham syariah

(Untuk lebih jelasnya mengenai hipotesis ini dapat di lihat pada pembahasan sub pokok hipotesis penelitian di bab ini juga)

## 2) Pendekatan Normatif

Pendekatan normatif berkaitan dengan hubungan makroekonomi dengan pasar modal adalah berdasarkan teori penetapan harga (*at-tas'ir*). Teori ini ditetapkan berdasarkan hadits Rasulullah SAW, sebuah riwayat dari Anas bin Malik. Dalam riwayat itu dikatakan:

حدثنا عثمان بن ابي شيبة حدثنا حماد بن سلمة اخبرنا ثابت انس بن مالك  
 وقتاده وحميد عن انس قال قال الناس يا رسول الله غلا لسعر لنا فقال رسول الله  
 هو المسعر القابض الباسط الرازق واني لا ارحون ان القى الله وليس احد  
 منكم يطالبني بمظلمة في دم ولا مال

Anas berkata: “Ya Rasul! Harga barang menjadi mahal, tentukanlah harga bagi kami,” Nabi bersabda: “Allah sendirilah yang menentukan harga, Dialah yang mengekang dan melepas serta pemberi rezeki. Aku berharap akan bertemu Allah dalam keadaan tidak ada seorang pun dari kalian yang menggugat diriku karena aku pernah berbuat zalim, baik terhadap jiwa maupun harta.”<sup>62</sup>

Ulama fiqh menyatakan bahwa kehaikan harga yang terjadi di zaman Rasulullah SAW tersebut bukanlah oleh tindakan sewenang-wenang dari para pedagang, tetapi karena memang komoditas yang ada terbatas. Sesuai dengan hukum ekonomi (permintaan dan penawaran), apabila permintaan tinggi terhadap suatu barang dan penawaran kurang atau rendah maka harga barang akan naik. Oleh sebab itu, dalam keadaan demikian Rasulullah SAW tidak mau campur tangan membatasi harga komoditas di pasar tersebut, karena tindakan seperti itu bersifat lalim terhadap

<sup>62</sup> HR. al-Bukhari, Muslim, Abu Dawud, at-Tirmidzi, dan Ibnu Hibban. Semakna dengan hadist dari Abu Hurairah melalui riwayat al-Baihaki. (Ensklopedi Hukum Islam. hal. 1803, Nur Duana, Ilfi, 2008. Hadis-hadis Ekonomi. Malang: UIN-Malang Press. hal. 52-53, Jaribah. 2006. Fikih Ekonomi Umar bin Al-Khattab. Penerjemah: Asmuni Sholihin Zamakhsyi. Jakarta: Khalifa. hal. 611)

para pedagang. Padahal, Rasulullah SAW tidak akan mau dan tidak akan pernah berbuat lalim kepada sesama manusia, tidak terkecuali kepada pedagang dan pembeli. Dengan demikian, menurut para ahli fiqih, apabila kenaikan harga itu bukan ulah Para Pedagang, maka pihak pemerintah tidak boleh campur tangan dalam masalah tersebut, karena perbuatan itu bisa melalimi para pedagang.<sup>63</sup> Dalam penjelasannya terhadap penelitian ini adalah makroekonomi (pemerintah dan kebijakannya) seharusnya tidak berhubungan dan atau mempengaruhi harga pasar dalam hal ini, pasar modal.<sup>64</sup>

### 3. Pasar Modal: *Return* dan Resiko Sistematis (*Beta*) Saham

Pasar modal memiliki peranan besar terhadap perekonomian. Pasar modal menyediakan sarana untuk mempertemukan antara pihak yang berkepentingan, yaitu pihak yang memiliki kelebihan modal (*investor*) dengan orang yang membutuhkan modal (*issuer*) untuk mengembangkan investasi. Hal ini dapat difasilitasi melalui prosedur penerbitan efek ekuitas (saham) maupun efek yang bersifat hutang (obligasi). Selain itu pasar modal juga memberikan kesempatan untuk memperoleh

<sup>63</sup> Abdul Azis Dahlan. *et. al.*, 1996. *Ensiklopedi Hukum Islam*. Jakarta: PT Ihtiar Baru van Hoeve. hal. 1803-1804, lihat juga Amiri, Ma'aruf, 2008. *Penetapan Harga dan Perspektif Islam*. Tesis Magister Studi Islam Program Pascasarjana Universitas Islam Indonesia Yogyakarta

<sup>64</sup> Berdasarkan hubungan makroekonomi dengan pasar modal dalam kerangka teori-pendekatan normatif tersebut dirumuskan hipotesis yang terkait sebagai berikut:

H2A: Makroekonomi (Tingkat inflasi, SBI, perubahan nilai kurs, Pertumbuhan Ekonomi) tidak berpengaruh signifikan terhadap terhadap *return* saham syariah

H2B: Makroekonomi (Tingkat inflasi, SBI, perubahan nilai kurs, Pertumbuhan Ekonomi) tidak berpengaruh signifikan terhadap terhadap *beta* saham syariah

(Untuk lebih jelasnya mengenai hipotesis ini dapat di lihat pada pembahasan sub pokok hipotesis penelitian di bab ini juga)

*return* bagi para pemilik dana melalui alternatif investasi yang tersedia. Secara umum kinerja pasar modal di Indonesia dapat dilihat dari Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang merupakan gambaran dari pergerakan harga-harga dari sekuritas-sekuritas. Perkembangan IHSG dapat dilihat dengan menggunakan *return* pasar.

Dalam berinvestasi ada dua hal yang secara umum diperhatikan investor, yaitu *return* dan resiko. Hal ini juga berdasarkan kaidah fiqih seperti, الغرم بالغنم (resiko itu menyertai manfaat) maksudnya adalah bahwa seseorang yang memanfaatkan sesuatu harus menanggung resiko. Investor yang melakukan investasi selalu berharap memperoleh *return*, tetapi harapan investor selalu tidak sesuai dengan keinginannya karena adanya ketidakpastian di masa mendatang, sehingga ketidakpastian inilah yang diidentifikasi sebagai resiko pasar modal. Dalam pasar modal, ada dua macam resiko, yaitu resiko sistematis (*systemic risk*) atau biasa disebut sebagai *beta* dan resiko tidak sistematis (*unsystematic risk*).

#### a. *Return* Saham

*Return* merupakan merupakan hasil yang diperoleh dari investasi.<sup>65</sup> *Return* dari sekuritas merupakan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor dalam

---

<sup>65</sup> Hartono, Jogiyanto, 2003. Teori Portofolio dan Analisis Investasi, Edisi ketiga. Yogyakarta: BPFE. hal.109

bentuk kenaikan atau penurunan nilai saham dan dividen.<sup>66</sup> *Return* saham syariah pada dasarnya sama dengan saham konvensional yaitu merupakan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor dalam bentuk kenaikan atau penurunan nilai saham dan dividen pada saham syariah. Pengukuran *Return* saham diukur dengan menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$R_i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Notasi:

$R_i$  = *Return* sekuritas (saham) ke-i

$P_t$  = Harga saham sekarang

$P_{t-1}$  = Harga saham periode lalu

#### b. Resiko Sistemik (*Beta*) Saham

Resiko sistemik (*beta*) merupakan suatu pengukur volatilitas (*volatility*) *return* suatu sekuritas atau *return* portofolio terhadap *return* pasar *beta*. Resiko sistemik (*beta*) sekuritas ke-i mengukur volatilitas *return* sekuritas ke-i dengan *return* pasar. Resiko sistemik (*beta*) portofolio mengukur volatilitas pasar *return* portofolio pasar. Dengan demikian resiko sistemik (*beta*) merupakan pengukur resiko sistemik (*systematic risk*) dari suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap resiko pasar.<sup>67</sup> Dalam konteks saham syariah, resiko sistemik (*beta*) merupakan

<sup>66</sup> Auliyah & Hamzah, 2005. "Analisa Karakteristik Perusahaan, Industri Dan Ekonomi Makro Terhadap *Return* Dan Beta Saham Syariah Di Bursa Efek Jakarta", *Simposium Nasional Akuntansi (SNA)* 8, Padang

<sup>67</sup> Hartono, Jogiyanto, 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. hal. 265-266

pengukur resiko sistematis dari suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap resiko pasar saham syariah.

Volatilitas dapat didefinisikan sebagai fluktuasi dari *return-return* suatu ekuitas atau portofolio dalam periode waktu tertentu. Jika fluktuasi *return-return* sekuritas atau portofolio secara statistic mengikuti fluktuasi *return-return* pasar, maka *beta* dari sekuritas atau portofolio tersebut bernilai 1. Karena fluktuasi juga sebagai pengukur dari resiko (bahwa varian *return* sebagai pengukur resiko risiko merupakan pengukuran fluktuasi dari *return-return* terhadap *return* ekspektasinya), maka resiko sistematis (*beta*) bernilai 1 menunjukkan bahwa resiko sistematis suatu sekuritas atau portofolio sama dengan resiko pasar. Resiko sistematis (*beta*) sama dengan 1 juga menunjukkan jika *return* pasar bergerak naik (turun), *return* sekuritas atau portofolio juga bergerak naik (turun) sama besarnya mengikuti *return* pasar. Resiko sistematis (*beta*) menunjukkan nilai 1 ini menunjukkan bahwa perubahan *return* pasar sebesar  $x\%$ , secara rata-rata, *return* sekuritas atau portofolio akan berubah juga sebesar  $x\%$ .<sup>68</sup>

Resiko sistematis (*beta*) suatu sekuritas dapat dihitung dengan teknik estimasi yang menggunakan data historis. Resiko sistematis (*beta*) yang dihitung berdasarkan data historis ini selanjutnya dapat digunakan untuk mengestimasi *beta* masa datang. Resiko sistematis (*beta*) historis dapat dihitung dengan menggunakan data historis berupa data pasar (*return-return* sekuritas dan pasar), data akuntansi (laba-laba

---

<sup>68</sup> *Ibid.*

perusahaan dan laba indeks) atau data fundamental (menggunakan variable-variabel fundamental).<sup>69</sup>

Resiko sistematis (*beta*) juga dapat dihitung dengan menggunakan teknis regresi. Teknik regresi untuk mengestimasi *beta* suatu sekuritas dapat dilakukan dengan menggunakan *return-return* sekuritas sebagai variable dependen dan *return* saham sebagai variable independen.<sup>70</sup> Persamaannya adalah sebagai berikut:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i \cdot R_m + e_i$$

Notasi:

$R_i$  = *return* sekuritas (saham) ke-

$\alpha_i$  = Nilai ekspektasi dari *return* sekuritas yang independen terhadap *return* pasar

$\beta_i$  = Resiko sistematis (*Beta*) sekuritas (saham) ke-

$R_m$  = tingkat *return* dari suatu indeks pasar, juga merupakan suatu variabel acak<sup>71</sup>

UNIVERSITAS  
ISLAM  
INDONESIA

<sup>69</sup> *Ibid.* hal. 167

<sup>70</sup> *Ibid.* hlm, 169

<sup>71</sup> Pemilihan dari indeks pasar tidak tergantung dari suatu teori tetapi lebih tergantung dari hasil empirisnya. Indeks pasar yang dapat dipilih untuk pasar BEI misalnya adalah IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan), JII (*Jakarta Islamik Indeks*), atau Indeks Saham LQ-45. Jika digunakan IHSG, maka *return* pasar untuk waktu ke- $t$  dapat dihitung sebesar:

$$R_{Mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

#### 4. Spekulasi di Pasar Modal (Perspektif Ekonomi dan Hukum Islam)

##### a. Definisi Spekulasi

Spekulasi secara istilah (Inggris: *speculation*) berarti pertimbangan; penafsiran, (Latin: *specula*) berarti melihat-lihat; mengawasi.<sup>72</sup> Dalam Kamus Bahasa Indonesia, spekulasi didefinisikan sebagai pendapat atau dugaan yang tidak berdasarkan kenyataan; tindakan yang bersifat untung-untungan; (perihal) membeli atau menjual sesuatu yang mungkin mendapat untung besar.<sup>73</sup> Menurut kamus besar ilmu pengetahuan, spekulasi didefinisikan sebagai transaksi bisnis (pembelian atau penjualan benda, efek, dsb.) yang dilakukan untuk memetik keuntungan secepat mungkin dengan memanfaatkan perubahan harga.<sup>74</sup> Hal senada juga disampaikan oleh Dr. Winardi, SE. mendefinisikan spekulasi ialah, “pembelian atau penjualan benda-benda atau efek dengan harapan untuk mencapai laba, dari perubahan harga (dibaris bawah).”<sup>75</sup> Serta menurut Drs. Junaedi, spekulasi kaitannya dengan jual-beli efek (khususnya saham), spekulasi adalah jual-beli saham dengan harapan laba pada kesempatan terjadinya fluktuasi dengan tanpa memikirkan untung-rugi investor.<sup>76</sup>

<sup>72</sup> Salim, Peter, 2006. *The Contemporary English – Indonesia (With British and American Pronunciation and Spelling)*. Jakarta: Media Eka Pustaka. hal. 2215

<sup>73</sup> Tim Penyusun Kamus Bahasa Indonesia, 2008. *Kamus Bahasa Indonesia*. Jakarta: Pusat Bahasa, Departemen Pendidikan Nasional RI. hal. 1501

<sup>74</sup> M. Dagun, Save, 1997. *Kamus Besar Ilmu Pengetahuan*. Jakarta: Lembaga Pengkajian Kebudayaan Nusantara (LPKN). hal. 1058

<sup>75</sup> Winardi, dalam Junaedi, 1990. *Pasar Modal Dalam Pandangan Hukum Islam (Suatu Tinjauan Religi Mengenai Transaksi Jual Beli Obligasi dan Saham di Bursa Efek Indonesia)*. Jakarta: Kalam Mulia. hal. 31

<sup>76</sup> Junaedi, 1990. *op. cit.* hal. 32

Dalam kamus ekonomi, spekulasi didefinisikan sebagai menanggung resiko dalam mengantisipasi perolehan hasil, namun mengakui adanya kemungkinan terjadinya kerugian di atas rata-rata. Kegiatan spekulasi merupakan kegiatan produktif yang bisa mendatangkan keuntungan dalam jangka waktu lama apabila dilakukan oleh mereka yang profesional, yang seringkali membatasi kerugian melalui penerapan teknik dan sarana pemagaran terhadap resiko, seperti perdagangan opsi, penjualan kosong, perintah stop kerugian, dan transaksi-transaksi dalam kontrak masa mendatang. Istilah spekulasi mengimplikasikan suatu resiko bisnis atau investasi yang bisa dianalisa dan diukur, dan perbedaannya dengan investasi adalah derajat resikonya.<sup>77</sup>

Kegiatan spekulasi tidak berbeda dengan kegiatan mengambil resiko (*risk taking action*) yang biasa dilakukan oleh pelaku bisnis atau investor. Ada yang membedakan spekulasi dengan investor dari derajat ketidakpastian yang dihadapinya. Spekulasi berani menghadapi sesuatu yang derajat ketidakpastian tinggi tanpa perhitungan, sedangkan investor selalu senantiasa menghitung-hitung resiko dengan *return* yang diterimanya. Spekulasi adalah *game of chance* sedangkan bisnis adalah *game of skill*. Seseorang dianggap spekulatif apabila ia ditenggarai memiliki motif memanfaatkan ketidakpastian tersebut untuk keuntungan jangka pendek. Dengan karakteristik tersebut, maka investor yang terjun di pasar perdana dengan motivasi

---

<sup>77</sup>Syahrul, M. Afdi Nizar, Ardiyos, 2000. *Kamus Lengkap Ekonomi (Istilah-Istilah Akuntansi, Keuangan, dan Investasi)*. Jakarta: Citra Harta Prima. Hal. 1240

mendapatkan *capital gain* semata-mata ketika saham dilepas di pasar sekunder, bisa masuk ke dalam golongan spekulasi.<sup>78</sup>

### b. Investasi versus Spekulasi

Berdasarkan berbagai definisi di atas mengenai spekulasi, terlihat jelas bahwa terdapat perbedaan yang mendasar antara *gamling* atau judi dengan spekulasi yang sering istilah ini disamakan oleh masyarakat. Seseorang yang melakukan *gamling* atau berjudi cenderung melakukan tindakan tanpa analisis, karena ia memang tidak punya teknik dan atau pengetahuan yang memadai. Sebaliknya, spekulasi masih melibatkan analisis, bahkan kadang-kadang melibatkan informasi yang lengkap dan data yang akurat. Namun, kedua praktik ini sama-sama bertujuan mencari keuntungan jangka pendek tanpa memperhatikan orang lain. Selain itu juga yang perlu diperhatikan adalah spekulasi sering kali menggunakan cara-cara yang melanggar *role of the game* yang berlaku sehingga menyebabkan *gharar*.

Dalam hubungannya dengan investasi yang sangat dianjurkan dalam Islam terutama menyangkut praktik di lapangan, sulit untuk membedakan tindakan investasi dan spekulasi. Radcliffe mencoba mengemukakan perbedaan ini dengan menyampaikan bahwa:

*“Speculator accept fairly large risk, where as investor only moderate-to-low risk, and speculator have a large portfolio turnover, where as investors have low turnover.”*<sup>79</sup>

Lebih lanjut perbandingan antara investor dan spekulator menurut Muhammad Nafik (2009), dapat dilihat pada tabel berikut:<sup>80</sup>

**Tabel 4.2 Perbandingan Investor dan Spekulator**

Investor	Spekulator
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rasional dalam mengambil keputusan</li> <li>• Berhati-hati dan melakukan analisis dengan cermat</li> <li>• Mengumpulkan informasi selengkap mungkin</li> <li>• Mengharapkan pengembalian pada jangka yang relative panjang</li> <li>• Pada umumnya resiko yang diambil bersifat moderat</li> <li>• Mengharapkan pengembalian yang sesuai dengan resiko</li> <li>• Menginginkan harga sekuritas sebagai cerminan informasi dan kondisi ekonomi yang sebenarnya, baik mikro dan makro</li> <li>• Berdampak pada pasar yang bergejolak namun pasti (fluktuasi yang wajar)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kadang-kadang tidak rasional</li> <li>• Melakukan analisis dengan cermat walaupun kadang-kadang manipulatif</li> <li>• Memanfaatkan informasi yang simpang siur dan membuat rumor yang menguntungkan dirinya</li> <li>• Mengharapkan pengembalian dalam jangka yang relative pendek (<i>profit taking</i>)</li> <li>• Memanfaatkan kondisi resiko tinggi dalam berspekulasi</li> <li>• Mengharapkan pengembalian yang tinggi dan menolak pengembalian yang rendah</li> <li>• Tidak peduli dengan kondisi perekonomian baik mikro maupun makro. Lebih suka beraksi pada kondisi ekonomi yang bergejolak</li> <li>• Berdampak pada pasar yang bergejolak dengan fluktuasi yang tinggi</li> </ul>

### c. Spekulatif dalam Perspektif Ekonomi

Salah satu inti persoalan dari pasar modal adalah potensi tindakan spekulatif investor, yang menghadapi pertentangan ekonomi dan agama (Islam). Dari sudut pandang ilmu ekonomi adalah pernyataan J.M. Keynes telah mendefinisikan 'spekulasi' sebagai 'kegiatan meramalkan (*forecasting*) psikologi pasar', dan membandingkannya dengan kegiatan 'perusahaan' yang didefinisikan sebagai

<sup>79</sup> Radcliffe, 1995 dalam Nafik HR, Muhammad, 2009. Bursa Efek dan Investasi Syariah. Jakarta: Serambi. hal. 75

<sup>80</sup> Nafik HR, Muhammad, 2009. *op. cit.* hal. 75-76

kegiatan memperhitungkan tingkat prospek keuntungan suatu aset sepanjang hidupnya (*over their whole life*). Keynes menekankan yang telah disampaikan di Bab pendahuluan, bahwa jika ukuran pasar modal atau pasar uang lainnya meningkat maka, maka kesempatan berspekulasi juga akan meningkat. Selanjutnya, ia menekankan bahwa para spekulasi tidak terlalu membahayakan layaknya gelembung di atas aliran stabil perusahaan. Namun, posisinya akan menjadi serius ketika perusahaan menjadi gelembung dalam pusaran spekulasi. Spekulasi dalam bentuk ini dapat mengakibatkan misalokasi sumber dan akan berdampak pada perekonomian.

*“Speculators may do no harm as bubbles on a steady stream of enterprise. But the position is serious when enterprise becomes the bubble on a whirlpool of speculation. When the capital development of a country becomes a by-product of the activities of a casino, the job is likely to be ill-done.”*<sup>81</sup>

Hal senada juga disampaikan oleh Samuelson dan Nordhaus (1992),

*“Memang, spekulasi yang ideal dapat meningkatkan kesejahteraan ekonomi, tetapi kita tidak boleh melupakan kemungkinan buruk yang bisa timbul. Kita jangan melupakan bahwa pedagang sering kali salah arah. Sebagaimana manusia biasa, mereka mungkin termakan kabar burung, harapan-harapan, dan ketakutan-ketakutan. Kadang-kadang spekulasi terseret historis massa dengan mengadakan transaksi gila-gilaan untuk suatu barang yang sebenarnya berharga murah. Spekulasi yang menimbulkan destabilisasi demikian akan merusak perekonomian dan mengurangi kesejahteraan masyarakat.”*<sup>82</sup>

Menurut Metwally (1995), larangan spekulasi dalam ekonomi Islam berimplikasi terhadap perilaku ekonomi yaitu:<sup>83</sup>

---

<sup>81</sup>J.M. Keynes, 1936. *The General Theory of Employment, Interest, and Money. A Project Gutenberg of Australia eBook*, Col Choat [colci.gutenberg.net.au](http://colci.gutenberg.net.au), February 2003. hal. 104, lihat juga Metwally, 1995. *Teori dan Model Ekonomi Islam*. Jakarta: PT. Bangkit Daya Insani, hal. 175-176, serta lihat juga Warde, Ibrahim, 2009. *Islamic Finance: Keuangan Islam Dalam Perekonomian Global* (Penerjemah: Andriyadi Ramli). Yogyakarta: Pustaka Pelajar. hal. 376-377

<sup>82</sup> Samuelson, Paul A. & Nordhaus, William D., 1992. *Ekonomi*, Edisi XII Jilid 2. Terjem. Jakarta: Erlangga. hal. 144

<sup>83</sup>Metwally, 1995. *op. cit.*, hal. 72

- a. Tidak ada tabungan yang disalurkan ke usaha yang mencari untung dari *capital gains*. Oleh karena itu, tabungan harus dibuat aktif dengan cara melaksanakan investasi nyata;
- b. Permintaan uang untuk spekulasi tidak ada dalam ekonomi Islam. Oleh karena itu, tidak dijumpainya permintaan akan uang untuk tujuan spekulasi seperti konsepsi Keynes;
- c. Dalam jangka pendek, karena tidak ada aktivitas spekulasi dalam pasar modal, maka tingkat keuntungan yang diharapkan dari investasi (*marginal efficiency of capital*) akan lebih stabil.

Ekonom dan politisi Kwik Kian Gie berpendapat mengenai spekulasi di pasar modal, 'para spekulan saham pasar modal itu bermanfaat. Pertama, berfungsi meratakan gejolak harga. Kedua, membuat komoditi yang bersangkutan (saham) likuid dan mobil (mudah berpindah tangan). Pekerjaan mereka boleh dikatakan sangat mirip dengan judi, tetapi judi yang mempunyai fungsi ekonomi yang positif. Jadi karena positif dan tidak sampai habis-habisan (lembar sahamnya masih ada), spekulasi saham itu bukan judi.<sup>84</sup>

#### **d. Spekulasi dalam Perspektif Ekonomi Islam**

Berdasarkan penjelasan sebelumnya spekulasi dalam pasar modal selain berdampak negatif terhadap perekonomian jika perusahaan berada pada gelembung

---

<sup>84</sup> Kwik Kian Gie, dalam Junaedi, 1990. *op. cit.* hal. 62

pusatan spekulasi, juga dalam perspektif ekonomi Islam spekulasi ini sering diidentikkan sebagai bentuk transaksi tidak sah berbasiskan *maisir* (judi)<sup>85</sup> dan *gharar*<sup>86</sup>. Namun, yang perlu diklarifikasi dari pernyataan tersebut adalah bahwa berdasarkan penjelasan mengenai perbedaan spekulasi dan investasi, bahwa spekulasi itu bukan merupakan *gamling* atau judi atau bahasa fiqihnya adalah *maisir*, dan terkait dengan *gharar*, telah dijelaskan juga sebelumnya bahwa spekulasi merupakan ciri perdagangan yang ada di mana-mana, berarti spekulasi adalah watak bisnis.

Terkait dengan perjudian (*maisir*), diharamkannya judi dilatarbelakangi oleh orang Arab jahiliah yang mempunyai kebiasaan menyimpan tiga buah anak panah di dalam ka'bah yang dibalut dengan kertas atau kain bertuliskan lakukan, jangan lakukan, dan kosong. Biasanya sebelum melakukan perjalanan jauh, mereka menemui juru kunci ka'bah dan minta diambilkan salah satu anak panah. Bila yang terambil anak panah bertuliskan lakukan, mereka akan melakukan perjalanan jauh dan menganggap perjalanan mereka akan menimbulkan keselamatan. Ini merupakan *game of chance* yang dilakukan tanpa usaha atau dalam perspektif jumhur ulama dari Mahzab Hanafi, Maliki, Syafi'i, dan Hanbali berpendapat bahwa unsur terpenting dari *maisir* adalah "taruhan"<sup>87</sup>. Dalam beberapa kitab fiqh dikemukakan beberapa bentuk taruhan yang dibenarkan dan tidak termasuk dalam kategori *maisir*, yaitu.<sup>88</sup>

---

<sup>85</sup>Lihat Hardeos, 2009. *op. cit.* hal. 78

<sup>86</sup>Lihat Ayub, Muhammad, 2009. *Understanding Islamic Finance*. Terjm. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama. hal.173

<sup>87</sup> Abdul Azis Dahlan. *et. al.*, 1996. *Ensiklopedi Hukum Islam*. Jakarta: PT Ichtiar Baru van Hoeve. hal. 1054

<sup>88</sup>*Ibid.* hal. 1055

- 1) Barang yang dijadikan taruhan disediakan oleh pemerintah atau pihak ketiga, atau orang lain;
- 2) Taruhan tersebut bersifat sepihak, yaitu berasal dari salah satu pihak yang ikut dalam perlombaan tersebut. Kriteria ini dipahami dari hadits Rasulullah Saw. Yang diriwayatkan oleh Imam Abu Dawud. Dalam hadits tersebut itu disebutkan bahwa Rukanah, salah seorang Kafir Quraisy, pernah mengajar Rasulullah Saw. untuk mengikuti permainan gulat dengannya. Dia menawarkan beberapa ekor kambing jika Rasulullah Saw. menang dan Rukanah pun masuk Islam.

Dalam kaitannya dengan spekulasi yang terhindar dari unsur judi (*maisir*) adalah *rational speculation* yang berusaha dengan keras menghitung-hitung resiko dengan *return* yang diterimanya (*game of skill*). Beberapa hal yang dilakukan orang Arab jahiliyah tersebut, Allah memberikan peringatan dalam al Qur'an surat al Maidah: 90 – 91, sebagai berikut:<sup>89</sup>

يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِنَّمَا الْحَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَمُ رِجْسٌ  
 مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴿٩٠﴾ إِنَّمَا يُرِيدُ  
 الشَّيْطَانُ أَنْ يُوقِعَ بَيْنَكُمُ الْعَدَاوَةَ وَالْبَغْضَاءَ فِي الْخَمْرِ وَالْمَيْسِرِ  
 وَيَصُدَّكُمْ عَن ذِكْرِ اللَّهِ وَعَنِ الصَّلَاةِ ۗ فَهَلْ أَنْتُمْ مُنْتَهُونَ ﴿٩١﴾

<sup>89</sup>Lihat juga QS. Al Baqarah: 216

Hai orang-orang yang beriman, Sesungguhnya (meminum) khamar, berjudi, (berkorban untuk) berhala, mengundi nasib dengan panah<sup>90</sup>, adalah Termasuk perbuatan syaitan. Maka jauhilah perbuatan-perbuatan itu agar kamu mendapat keberuntungan. Sesungguhnya syaitan itu bermaksud hendak menimbulkan permusuhan dan kebencian di antara kamu lantaran (meminum) khamar dan berjudi itu, dan menghalangi kamu dari mengingat Allah dan sembahyang; Maka berhentilah kamu (dari mengerjakan pekerjaan itu).

Hal ini pula diingatkan oleh Nabi Muhammad saw.:<sup>91</sup>

“Orang yang menumpuk gandum pada waktu kekurangan (dengan harapan akan memperoleh keuntungan yang berlebihan nanti) adalah dosa besar”; dan “Seseorang yang mengimpor dan menjualnya dengan harga pasar untuk menjaga kelangsungan usahanya adalah mendapat berkah, akan tetapi bila seseorang menguasainya untuk membuatnya agak mahal, maka hal itu menjauhi kesenangan Tuhan dan perbuatan Iblis bila seseorang menguasai transaksi untuk mengantisipasi kenaikan harga.”

Dalam kaitannya dengan *gharar*, adanya unsur *gharar* pada suatu transaksi disebabkan oleh beberapa hal, diantaranya:<sup>92</sup>

- 1) Tidak adanya kemampuan penjual untuk menyerahkan objek akad pada waktu terjadi akad, baik objek akad itu sudah ada maupun belum ada (*bai' al-ma'dum*). Hal ini berdasarkan hadits Rasulullah Saw.: “Jangankah kamu menjual ikan yang masih ada di dalam air, karena itu adalah *gharar*” (HR. Ahmad bin Hanbal);
- 2) Menjual sesuatu yang belum berada di bawah penguasaan penjual. Ketentuan ini berdasarkan pada hadits yang menyatakan Rasulullah Saw.

---

<sup>90</sup> Al Azlaam artinya: anak panah yang belum pakai bulu. orang Arab Jahiliyah menggunakan anak panah yang belum pakai bulu untuk menentukan Apakah mereka akan melakukan suatu perbuatan atau tidak. Caranya ialah: mereka ambil tiga buah anak panah yang belum pakai bulu. setelah ditulis masing-masing Yaitu dengan: lakukanlah, jangan lakukan, sedang yang ketiga tidak ditulis apa-apa, diletakkan dalam sebuah tempat dan disimpan dalam Ka'bah. bila mereka hendak melakukan sesuatu Maka mereka meminta supaya juru kunci ka'bah mengambil sebuah anak panah itu. Terserahlah nanti Apakah mereka akan melakukan atau tidak melakukan sesuatu, sesuai dengan tulisan anak panah yang diambil itu. kalau yang terambil anak panah yang tidak ada tulisannya, Maka undian diulang sekali lagi.

<sup>91</sup> Metwally, 1995. *op. cit.*, hal. 72

<sup>92</sup> Ibid. hal. 399-400

melarang menjual barang yang sudah dibeli sebelum barang tersebut berada di bawah penguasaan pembeli pertama (HR. Abu Dawud);

- 3) Tidak adanya kepastian tentang jenis pembayaran atau jenis benda yang di jual;
- 4) Tidak adanya kepastian tentang sifat tertentu dari benda yang dijual. Rasulullah Saw. bersabda: “Janganlah kamu melakukan jual-beli terhadap buah-buahan, sampai buah-buahan itu terlihat baik (layak konsumsi)” (HR. Ahmad bin Hanbal, Muslim, an-Nasa’i, dan Ibnu Majah);
- 5) Tidak ada kepastian tentang jumlah harga yang harus dibayar;
- 6) Tidak ada kepastian tentang waktu penyerahan objek akad. Jual beli seperti ini termasuk *gharar* karena objek akad dipandang belum ada, yang merupakan alasan dalam pelarangan melakukan jual-beli *habal al-habalah* (HR. Abu Dawud);
- 7) Tidak adanya ketegasan bentuk transaksi, yaitu adanya dua macam atau lebih transaksi yang berbeda dalam satu objek akad tanpa menegaskan bentuk transaksi mana yang dipilih sewaktu terjadinya akad;
- 8) Jual-beli ini merupakan bentuk kedua dari penafsiran atas larangan Rasulullah Saw. untuk melakukan *bai’atain fi bai’ah*;
- 9) Kondisi objek akad tidak dapat dijamin kesesuaian dengan yang ditentukan dalam transaksi;

- 10) Adanya keterpaksaan, antara lain berbentuk: Jual-beli lempar batu (*bai' al-hasā*), jual-beli saling melempar (*bai' al-munābazah*), dan jual-beli dengan cara menyentuh (*bai' al-mulāmasah*).

Dalam jual-beli (seperti contoh di atas), *gharar* berkaitan dengan barang yang diperjual-belikan, dimana transaksi tersebut bersifat spekulasi. Terdapatnya unsur penipuan sehingga menyebabkan kerugian kepada si penjual dan pembeli. Untuk itu ulama klasik membedakan antara *gharar* yang membatalkan akad dan *gharar* yang dimaafkan, perkara ini berdasarkan kepada kaidah fiqih, seperti *الضرر يزال*<sup>93</sup>. Berkaitan dengan ini mayoritas fuqaha meletakkan syarat perkara *gharar* yang tidak dilarang.<sup>94</sup>

- a) Sesuatu yang tidak disebutkan dalam akad jual-beli tetapi termasuk dalam objek akad;
- b) Sesuatu yang menurut kebiasaan suatu daerah dapat dimaafkan atau ditolerir dalam akad jual-beli, baik karena sedikit jumlahnya maupun karena sulit memisahkan dan menentukannya.

Berdasarkan uraian tersebut perkara *gharar* dalam transaksi tidak dapat dihindarkan dan dihapuskan keseluruhan, tetapi dibenarkan asal dalam bentuk yang kecil, dan tidak sampai menimbulkan kerugian yang besar. Disamping itu unsur *gharar* yang terdapat dalam perdagangan mesti bersifat fundamental dan teknikal,

<sup>93</sup>Djazuli, 2007. Kaidah-Kaidah Fikih: Kaidah-Kaidah Hukum Islam dalam Menyelesaikan Masalah-Masalah yang Praktis. Cet. Ke-2. Jakarta: Kencana Prenada Media Group. hal. 9

<sup>94</sup> Abdul Azis Dahlan. *et. al., op. cit.* hal. 400

sehingga unsur *gharar* dapat dikurangi. Hal ini sejalan dengan apa yang dikemukakan oleh Yusuf al-Qhardawi: Apabila kausalitas *gharar* itu sedikit dan telah dimaklumkan pada *urf*, jual-beli tidak diharamkan.<sup>95</sup>

Lebih lanjut para fuqaha' membagi *gharar* berdasarkan tingkatan-tingkatan. Pertama, *al-Gharar al-yasir* (*gharar* ringan), biasanya *gharar* tingkatan ini ditoleransi karena selalu lekat dalam transaksi masyarakat, tidak bisa dihindari karena sunnatullah, dan biasanya bersifat konstruktif. Dan yang kedua, *al-Gharar al-Fakhsy* (*gharar* berat) yang berakibat merugikan kepentingan salah satu pihak, atau masing-masing pihak dalam akad dan biasanya bersifat destruktif. *Gharar* semacam ini biasanya tidak dapat ditoleransi. Terdapat tingkatan-tingkatan lagi diantara dua tingkatan ini yang dipertentangkan oleh para fuqaha' . Sebagian menyamakan hukumnya dengan yang pertama yaitu dibatalkan oleh syariah, sedangkan kedua *gharar* dalam lingkaran yang dimaafkan (*al-ma'fu 'anhu*).

Hukum spekulasi yang dibatalkan oleh syariah oleh para fuqaha' mengenai *gharar* tersebut dalam perspektif hukum Islam juga dikenal dengan istilah *juhala* atau *jahala*, yang merupakan sesuatu yang tidak diketahui, sehingga mengakibatkan timbulnya suatu ketidakpastian. Jual beli dinyatakan tidak sah apabila jumlah barang hanya dapat dihitung dengan perkiraan. Dengan demikian dilarang menjual buah yang masih tumbuh di pohon untuk ditukar dengan buah yang sudah dipetik yang dihitung dengan perkiraan dengan menganggap jumlahnya sama dengan yang masih

---

<sup>95</sup> Yusuf al-Qaradawi, dalam Hulwati, 2009. *Ekonomi Islam: Teori dan Praktiknya dalam Perdagangan Obligasi Syariah di Pasar Modal Indonesia dan Malaysia*. Jakarta: Ciputat Press. hal. 145

ada di pohon padahal pohon yang mana belum ditentukan, sehingga mengandung unsur untung-untungan. Berkaitan dengan ini Rahman (1995) membagi praktik juhala ke dalam dua ciri umum yaitu: Jual beli dengan kira-kira dan ketidakjelasan dan pembayaran yang tidak jelas.<sup>96</sup> Dalam hadits diriwayatkan dari Jabir bin Abdullah ra.

“Nabi saw. melarang penjualan sejumlah kurma yang tidak diketahui takarannya, dibarterkan dengan kurma lain yang ditentukan takarannya.” (HR. Muslim)

Para spekulan berpendapat, orang yang menguasai informasi akan mendapatkan keuntungan yang paling tinggi. Mereka tidak mempedulikan kepentingan dan kondisi ekonomi serta pelaku pasar yang lain, mereka hanya memikirkan kepentingan sendiri. Mereka berharap keuntungan yang sangat besar meskipun orang lain dirugikan. Bagi mereka, harta yang didapatkan adalah hasil jerih payahnya sendiri. Tindakan yang demikian bertentangan dengan al Qur’an.<sup>97</sup> Larangan spekulasi tersebut juga dipertegas dengan al Qur’an surat al Maidah: 3, karena tindakan tersebut dianggap sebagai tindakan fasik.<sup>98</sup> Larangan terhadap perkara ini juga berdasarkan hadits yang menjadi kaidah fiqih, seperti لا ضرر ولا ضرار (“tidak boleh memudharatkan dan tidak boleh memudharatkan”).<sup>99</sup>

<sup>96</sup>Rahman, Afzalur, 1995. Doktrin Ekonomi Islam, Jilid 4. Terjm. Yogyakarta: PT. Dana Bhakti Wakaf. hal. 173-182

<sup>97</sup>Lihat QS. Al-Hasyr: 7

<sup>98</sup>Lihat juga QS. Al Baqarah: 188 dan An Nisa: 29

<sup>99</sup> Perkara *dharar* dan *dhirar* ini dikalangan ulama berbeda pendapat diantaranya:

1. Al Husaini mengartikan *al dharar* dengan: “bagimu ada manfaat tapi bagi tetanggamu ada mudarat.” Sedangkan *al dhirar* diartikan dengan, “bagimu tidak ada manfaatnya dan bagi orang lain (tetangga) memudaratkan.”
2. Ulama lain mengartikan *al dharar* dengan membuat kemudharatan dan *al dhirar* diartikan membawa kemudharatan di luar ketentuan syariah.

Dari uraian di atas dapat disimpulkan bahwa praktik spekulatif yang dilarang adalah praktik spekulatif yang dalam proses jual-beli melibatkan kasus barang/ saham yang tidak ada dan tidak dimiliki, mengandung unsur *jahala*, dan eksploitasi atau maksimalisasi keuntungan dengan mendzalimi orang lain serta menghalalkan berbagai cara, cenderung bersifat destruktif terutama bagi perekonomian serta mengandung unsur *maisir* (karena sulitnya membedakan praktik spekulatif dan *gamling*).

#### e. Spekulasi dalam Pandangan Beberapa Tokoh

Pandangan beberapa tokoh di Indonesia mengenai spekulasi di pasar modal dalam perspektif agama (Islam). KH. Ibrahim Husen (mantan Ketua Komisi Fatwa MUI Pusat) menyatakan kebolehan jual-beli saham meskipun terdapat unsur spekulasi. KH. Ibrahim Husein melihat bahwa spekulasi merupakan ciri perdagangan yang ada di mana-mana berarti spekulasi adalah watak bisnis. Akan tetapi orang tidak boleh terlalu tergantung dengan unsur spekulasi. Masalah fluktuasi harga (kurs) saham sama saja dengan perubahan harga emas. Ada naik dan ada turun, asal masing-masing penjual dan pembeli sama mau dan tidak merasa tertipu.<sup>100</sup>

---

(lihat Djazuli, 2007. *op. cit.* hal. 68-69)

<sup>100</sup> Lihat Hulwati, 2001. *Transaksi Saham di Pasar Modal di Indonesia Perspektif Hukum Ekonomi Islam*. Yogyakarta: UII Press. hal. 77-78, lihat juga Junaedi, 1990. *op. cit.* hal. 68, serta lihat juga Nazir, Habib dan Hasanuddin, Muhammad, 2008. *Ensiklopedi Ekonomi dan Perbankan Syariah*. Bandung: Kafa Publishing. hal. 464-465

Munawir Sjadzali (mantan Menteri Agama) dan Marzuki Usman (mantan ketua Bapepeam) membantah adanya unsur judi dalam transaksi saham. Pasar modal tidak berbeda dengan pasar komoditi lain. Masalah naik turunnya harga sama dengan naik turunnya komoditi lain yang terjadi karena permintaan dan penawaran. Spekulasi dalam saham tidak sama dengan judi, di sana ada informasi serta perhitungan-perhitungannya, sedangkan judi tidak ada, seharusnya saham itu dihalalkan. Lain halnya dengan AM. Saefuddin, kalau saja saham tersebut menjadi alat spekulasi di bursa, maka lembaran saham tersebut sekaligus menjadi alat judi. Nyatanya, ketika saham ditawarkan di bursa orang tidak lagi melihat untung dan rugi. Mereka memburu nasib untuk mendapatkan untung. Pendapat senada dikemukakan oleh Peunoh Daly (Ketua Majelis Tarjih Muhammadiyah Pusat). Pasar modal mengandung unsur positif dan negatif. Positifnya, pasar modal merupakan upaya mobilisasi dana masyarakat, guna mendukung usaha-usaha besar yang pada dasarnya juga untuk kepentingan masyarakat luas. Sedangkan negatifnya, di sana ada unsur spekulasi yang bisa disamakan dengan praktik ijon, dan termasuk *gharar*. Oleh karena itu ia menghukum *makruh* (larangan yang tidak sampai haram). Keputusan Mu'tamar NU 1989 menyatakan bahwa pasar modal termasuk dalam kategori *gharar*, tetapi secara tegas tidak dinyatakan haram.<sup>101</sup>

Dr. H. Peunoh Daly (pakar hukum Islam IAIN Jakarta), mengatakan bahwa jual-beli saham di pasar modal setidaknya-tidaknya hukumnya makruh, karena

---

<sup>101</sup> Hulwati, 2001. . *op. cit.* hal. 78, lihat juga Nazir, Habib dan Hasanuddin, Muhammad, 2008. *op. cit.* hal. 464-465

mengandung unsur spekulasi yang sangat besar (*gharar*) sehingga bisa mencelakakan orang banyak. Pendapat senada juga dikemukakan Dr. H. Satria Effendi (dosen fiqih Islam Fakultas Pascasarjana IAIN Jakarta), menurutnya transaksi jual-beli saham mengandung dua kemungkinan, yaitu *gubun fahisy* (kerugian besar) dan *gubun yasir* (kerugian ringan/biasa). Apabila berakibat kerugian ringan, masih ditolehir dalam Islam, tetapi jika terdapat unsur penipuan yang berakibat *gubun fahisy*, maka tidak dibenarkan dalam Islam. Hal ini akan merusak moral masyarakat dalam perilaku ekonomi.<sup>102</sup>

Syafi'i Antonio, melihat unsur spekulasi di pasar modal sangat tinggi karena banyaknya unsur yang mempengaruhi satuan harga, sehingga hal itu dikategorikan pada unsur *gharar*, tetapi harus dilihat apakah unsur spekulasi tersebut *gharar khafi* atau *gharar fahsily* (*azim*) yang dapat menimbulkan ketidakpastian (*uncertainly*) terhadap hukum dari sisi harga. Oleh karena itu, unsur *gharar* dalam saham harus masuk pada hal yang bersifat fundamental dan teknikal, maka *gharar* bisa dieliminir. Tetapi kalau termasuk pada sesuatu yang bersifat politis, situasional yang banyak mempengaruhi harga, maka transaksi saham dilarang. Demikian halnya dengan unsur spekulatif, di mana unsur spekulatif ini memang ada, tetapi harus dikurangi antara lain melalui: *disclosure*, menghindari *insider trading*, *short selling*, intervensi hak tertentu sehingga unsur spekulatif bias mengecil. Kemudian berfluktuasinya harga

---

<sup>102</sup> Nazir, Habib dan Hasanuddin, Muhammad, 2008. *op. cit.* hal. 464-465

saham hal ini tidak menjadi masalah karena dapat disamakan dengan jual beli rumah, mobil, emas yang harganya juga berfluktuasi.<sup>103</sup>



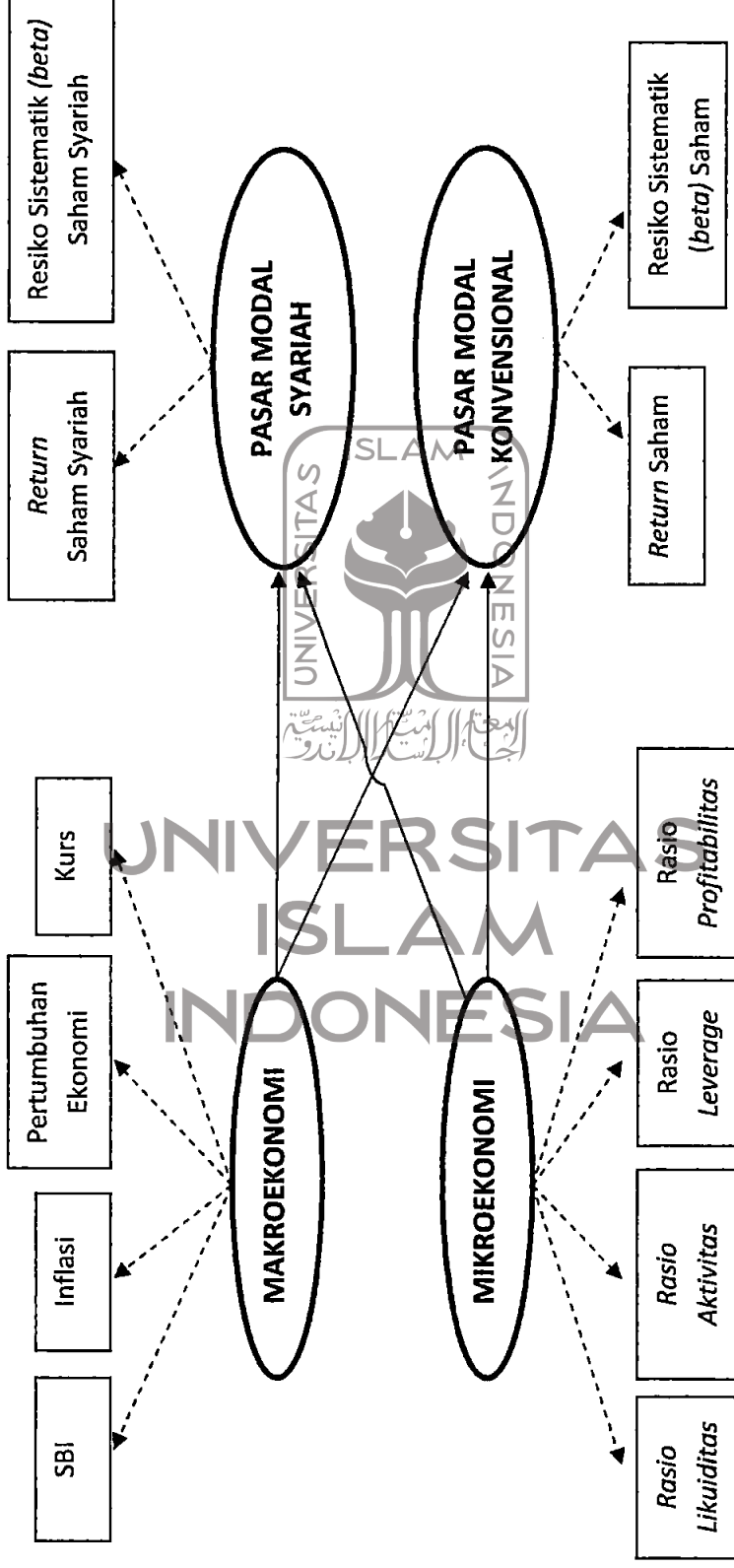
UNIVERSITAS  
ISLAM  
INDONESIA

---

<sup>103</sup> Hulwati, 2001. . *op. cit.* hal. 78-79

C. Kerangka Konseptual Penelitian

Gambar 4.2 Kerangka Konseptual



#### D. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan kerangka teori tersebut, maka dirumuskan hipotesis penelitian ini sebagai berikut:

H1A: Mikroekonomi (rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio *leverage*, dan rasio profitabilitas) berpengaruh signifikan terhadap terhadap *return* saham syariah

H1B: Mikroekonomi (rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio *leverage*, dan rasio profitabilitas) berpengaruh signifikan terhadap terhadap resiko sistematis (*beta*) saham syariah

H2A: Makroekonomi (Tingkat inflasi, SBI, perubahan nilai kurs, Pertumbuhan Ekonomi) tidak berpengaruh signifikan terhadap terhadap *return* saham syariah

H2B: Makroekonomi (Tingkat inflasi, SBI, perubahan nilai kurs, Pertumbuhan Ekonomi) tidak berpengaruh signifikan terhadap terhadap resiko sistematis (*beta*) saham syariah

H3A: Mikro dan Makroekonomi berpengaruh signifikan terhadap terhadap *return* saham syariah

H3B: Mikro dan Makroekonomi berpengaruh signifikan terhadap terhadap resiko sistematis (*beta*) saham syariah

H4A: Mikroekonomi (rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio *leverage*, dan rasio profitabilitas) berpengaruh signifikan terhadap terhadap *return* saham konvensional

H4B: Mikroekonomi (rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio *leverage*, dan rasio profitabilitas) berpengaruh signifikan terhadap terhadap resiko sistematis (*beta*) saham konvensional

H5A: Makroekonomi (Tingkat inflasi, SBI, perubahan nilai kurs, Pertumbuhan Ekonomi) berpengaruh signifikan terhadap terhadap *return* saham konvensional

H5B: Makroekonomi (Tingkat inflasi, SBI, perubahan nilai kurs, Pertumbuhan Ekonomi) tidak berpengaruh signifikan terhadap terhadap resiko sistematis (*beta*) saham syariah

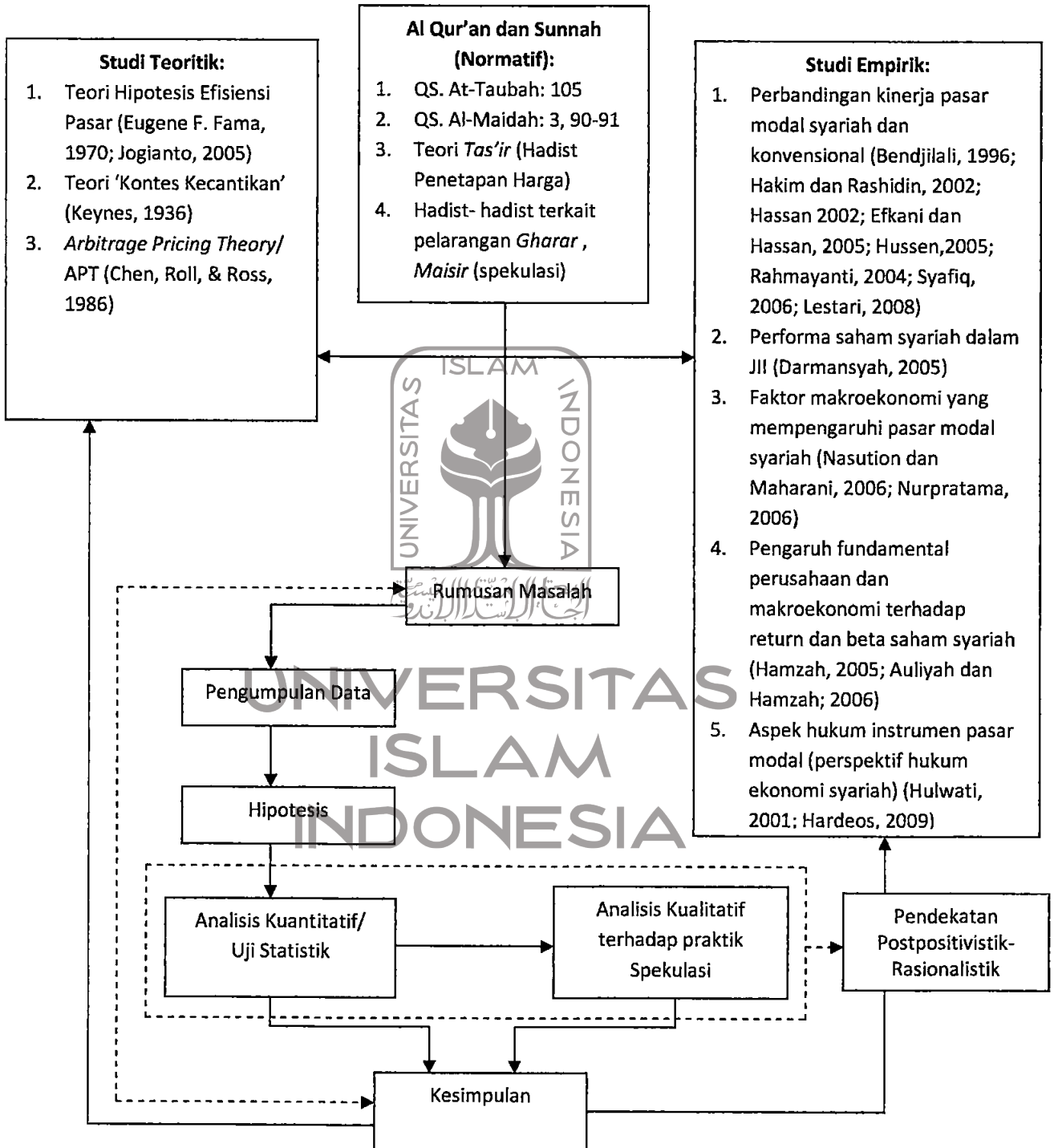
H6A: Mikro dan Makroekonomi berpengaruh signifikan terhadap terhadap *return* saham konvensional

H6B: Mikro dan Makroekonomi berpengaruh signifikan terhadap terhadap resiko sistematis (*beta*) saham konvensional

H7: Pengaruh Mikro dan Makroekonomi lebih berpengaruh terhadap pasar modal konvensional (*return* dan resiko sistematis (*beta*) saham) dibandingkan dengan pasar modal syariah (*return* dan resiko sistematis (*beta*) saham syariah)

### E. Kerangka Proses Berfikir

Gambar 4.2 Kerangka Proses Berfikir



## BAB VI

### METODE PENELITIAN

*“Tradisi linier, juga yang divergen, dan juga memberi makna, kesemuanya berjalan dalam langkah-langkah mencari kebenaran. Logika yang digunakan adalah logika membuktikan kebenaran, meskipun dengan jalan yang berbeda dan dengan ditemukannya taraf kebenaran yang berbeda pula.”*

**-Noeng Muhajir-**

#### A. Jenis Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian penjelasan (*explanatory research*) dan perbandingan (*comparative research*) dengan menggunakan metode kuantitatif dengan tujuan menguji hipotesis yang diajukan mengenai pengaruh mikro dan makroekonomi (sebagai variabel independen) terhadap pasar modal syariah (*return* dan *beta* saham syariah) dan pasar modal konvensional (*return* dan *beta* saham) (sebagai variabel dependen) pada perusahaan-perusahaan yang masuk dalam perhitungan JII dan LQ-45. Kemudian dari hasil pengujian tersebut dilakukan analisis kualitatif dengan pendekatan postpositivistik-rasionalistik<sup>1</sup> terhadap praktik spekulasi di pasar modal baik syariah maupun pasar modal konvensional.

---

<sup>1</sup>Karateristik utama postpositivistik adalah pencarian makna di balik data. Ada empat positivisme: 1) postpositivisme rasionalistik, 2) postpositivisme fenomenologik interpretatif, 3) positivisme teori kritis dengan *Weltanschauung*, dan 4) pragmatisme meta-etik.

Positivisme rasionalistik tetap menggunakan paradigma kuantitatif dan metodologi kuantitatif statistik: empirik analitik, tetapi mempunyai payung berupa *grand concepts* agar data empirik sensual tersebut dapat dimaknai dalam cakupan yang lebih luas. (lihat Muhajir, Noeng, 2000. Metodologi Penelitian Kualitatif. Edisi IV. Yogyakarta: Rake Sarasin. hal. 79-115)

## B. Populasi dan Sampel

Populasi adalah kelompok keseluruhan orang, kejadian, segala sesuatu yang mempunyai karakteristik tertentu. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar dan aktif di perdagangan di Bursa Efek Indonesia (BEI), dengan periode pengamatan Januari 2005 sampai dengan Desember 2008. Pada periode tersebut dipandang sebagai periodisasi penerapan kebijakan pengembangan pasar modal syariah yang tercantum dalam “*Master Plan* Pasar Modal Indonesia 2005 - 2009” dan dapat mewakili kondisi terbaru, sehingga hasil penelitian ini diharapkan akan tetap relevan.

Sedangkan sampel adalah sebagian dari objek populasi. Pengambilan sampel menggunakan teknik *purposive sampling*, yaitu teknik pengambilan sampel berdasarkan kriteria tertentu, dimana pemilihan kriteria tersebut biasanya untuk tujuan tertentu. Dalam penelitian ini perusahaan yang dijadikan sampel harus memiliki kriteria sebagai berikut.

- 1) Perusahaan-perusahaan yang masuk dalam perhitungan Jakarta Islamic Index (JII) untuk saham syariah;
- 2) Perusahaan-perusahaan yang masuk dalam perhitungan LQ-45 untuk saham konvensional;
- 3) Menerbitkan laporan keuangan selama periode 2005 sampai dengan 2008.

- 4) Perusahaan-perusahaan yang masuk dalam perhitungan JII dan LQ-45 secara konsisten, selama periode pengamatan yaitu, Januari 2005 – Desember 2008;
- 5) Saham-saham perusahaan-perusahaan yang masuk dalam perhitungan LQ-45 bukan merupakan bagian atau irisan dari saham-saham perusahaan-perusahaan yang masuk dalam perhitungan JII.

Dengan mengacu pada kriteria tersebut, diperoleh sampel sebanyak 8 perusahaan untuk JII dan 19 perusahaan untuk LQ-45.

**Tabel 5.1 Kriteria dan Jumlah Sampel**

No.	Kriteria Sampel ( <i>Purposive Sampling</i> )	Jumlah Perusahaan	
		JII	LQ-45
1.	Terdaftar di JII dan LQ-45	30	45
2.	Menerbitkan Laporan Keuangan selama periode 2005 sampai dengan 2008	30	45
3.	Terdaftar di JII dan LQ-45 secara konsisten selama periode Januari 2005 sampai dengan Desember 2008	9	25
4.	Saham-saham yang terdaftar di saham LQ-45 bukan merupakan bagian atau irisan dari saham-saham yang terdaftar di JII	9	18

### C. Data Penelitian

Data penelitian ini merupakan data sekunder dengan menggunakan bentuk *time series* pada periode pengamatan tahun 2005 sampai dengan tahun 2008, yaitu:

- 1) Data mikroekonomi perusahaan yang terdiri dari rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio *leverage*, dan rasio profitabilitas;
- 2) Data makroekonomi yang terdiri dari tingkat inflasi, tingkat SBI, perubahan nilai kurs, dan pertumbuhan ekonomi;
- 3) *Return* dan *Beta* Saham Syariah (JII);
- 4) *Return* dan *Beta* Saham konvensional (LQ – 45).

Data tersebut diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directionary* (ICMD), Pusat Data Pasar Modal di Fakultas Ekonomi, *website* mengenai pasar modal, Biro Pusat Statistik, dan Bank Indonesia.



#### D. Variabel Penelitian

Untuk membantu menganalisis penelitian ini dikemukakan mengenai identifikasi variabel untuk membedakan antara variabel independen atau variabel bebas dan variabel dependen atau variabel terikat. Variabel independen adalah variabel yang dapat mempengaruhi variabel lain, sedangkan variabel dependen adalah variabel yang dapat dipengaruhi variabel lain. Variabel dependen pada penelitian ini adalah *return* dan resiko sistematis (*beta*) saham syariah/JII (untuk pasar modal syariah) dan *return* dan resiko sistematis (*beta*) saham LQ-45 (untuk pasar modal konvensional). Sedangkan variabel independennya adalah mikroekonomi perusahaan yang terdiri dari rasio likuiditas, rasio profitabilitas, rasio *leverage*, dan rasio aktivitas

serta makroekonomi yang terdiri dari SBI, Inflasi, perubahan nilai kurs, dan pertumbuhan ekonomi.

## E. Definisi Operasional Variabel

### a. Variabel Dependen

#### a. *Return Saham*

*Return* merupakan merupakan hasil yang diperoleh dari investasi.<sup>2</sup> *Return* dari sekuritas merupakan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor dalam bentuk kenaikan atau penurunan nilai saham dan dividen.<sup>3</sup>

#### b. Resiko Sistemik (*Beta*) Saham

Resiko sistemik (*beta*) merupakan pengukur resiko sistemik (*systematic risk*) dari suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap resiko pasar.<sup>4</sup>

## 2. Variabel Independen

### a. Mikroekonomi Perusahaan

#### 1) Rasio Likuiditas

Rasio likuiditas merupakan rasio yang dimaksudkan untuk mengukur likuiditas perusahaan, yaitu kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya yang harus segera dipenuhi (jangka pendek).

<sup>2</sup> Jogiyanto. 2003. Teori Portofolio dan Analisis Investasi, Edisi ketiga. Yogyakarta: BPFE. hal.109

<sup>3</sup> Auliyah dan Hamzah. 2005. "Analisa Karakteristik Perusahaan, Industri dan Ekonomi Makro Terhadap *Return* dan Beta Saham Syariah di Bursa Efek Jakarta". *Simposium Nasional Akuntansi (SNA) VIII*. Padang

<sup>4</sup> Jogiyanto (2003), Teori Portofolio dan Analisis Investasi, hal.265-266

## 2) Rasio Aktivitas

Rasio aktivitas merupakan rasio yang dimaksudkan untuk mengukur sampai seberapa besar efektivitas perusahaan dalam mengerjakan sumberdayanya.

## 3) Rasio *Leverage*

Rasio *leverage* merupakan rasio yang dimaksudkan untuk mengukur sampai berapa jauh aktiva perusahaan dibiayai oleh hutang.

## 4) Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas merupakan rasio yang menunjukkan hasil akhir dari sejumlah kebijaksanaan dan keputusan. Profitabilitas dihitung dengan membandingkan antara laba dengan aktiva atau modal yang menghasilkan laba tersebut.



## b. Makroekonomi

### 1) Tingkat Inflasi

Secara umum inflasi berarti kenaikan tingkat harga barang dan jasa secara umum dalam suatu periode tertentu. Inflasi dapat dianggap sebagai fenomena moneter karena terjadinya penurunan nilai unit perhitungan moneter terhadap suatu komoditas.<sup>5</sup>

### 2) SBI

---

<sup>5</sup>Karim Adiwarmman A., (2007), *Ekonomi Makro Islami*, PT RajaGrafindo Persada, Jakarta, hal. 135

SBI merupakan kebijakan moneter pemerintah dalam hal ini BI untuk mengatur tingkat suku bunga yang beredar pada periode waktu tertentu.

### 3) Perubahan Nilai Kurs

Kurs mata uang/ nilai tukar uang (*exchange rates*) adalah catatan (*quotation*) harga pasar dari mata uang asing (*foreign currency*) dalam harga mata uang domestik (*domestic currency*) atau resiprokalnya, yaitu mata uang domestik dalam mata uang asing.<sup>6</sup>

### 4) Pertumbuhan Ekonomi

Pertumbuhan ekonomi adalah perubahan GDP (*Gross Domestic Product*) suatu negara pada periode waktu tertentu.



## F. Model Analisis

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda (*multiple regression*). Analisis regresi linier berganda digunakan untuk menjelaskan hubungan antara satu variabel dependen dengan lebih dari satu variabel independen. Hasil dari analisis regresi berganda antara pasar modal (*return* dan *beta* saham) sebagai variabel dependen dengan rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio *leverage*, rasio profitabilitas, SBI, tingkat inflasi, perubahan nilai kurs, dan pertumbuhan ekonomi sebagai variabel independen, dapat dirumuskan sebagai berikut:

---

<sup>6</sup>*Ibid.* hal. 157

*RETURN dan BETA*

$$= \alpha + b_1 \text{LIKUID} + b_2 \text{PROFIT} + b_3 \text{LEVERG} + b_4 \text{AKTV} + c_1 \text{SBI} + c_2 \text{INFLASI} \\ + c_3 \text{KURS} + c_4 \text{GROWTH} + e$$

Notasi:

*RETURN* = Return Saham

*BETA* = Resiko Sistemik (*Beta*) Saham

$\alpha$  = Konstanta

$b_1, b_2, b_3, b_4$  = Koefisien regresi mikroekonomi

$c_1, c_2, c_3, c_4$  = Koefisien regresi makroekonomi

LIKUID = Rasio likuiditas (*Current Ratio*)

AKTV = Rasio Aktivitas (*Total Assets Turnover*)

LEVERG = Rasio *Leverage*

PROFIT = Rasio Profitabilitas (ROA)

INFLASI = Tingkat inflasi

SBI = SBI

KURS = Perubahan nilai kurs

GROWTH = Pertumbuhan Ekonomi

$e$  = *Term error*

Setelah memperoleh parameter-parameter estimasi, langkah selanjutnya adalah melakukan pengujian terhadap parameter estimasi tersebut dengan menggunakan pengujian:

- 1) Statistik Deskriptif
- 2) Uji asumsi klasik ekonometrika, dengan menggunakan:
  - Multikolinieritas

- Autokorelasi
  - Heteroskedastisitas
  - Normalitas
- 3) Uji statistik, meliputi uji-t dan uji-F.

## G. Pengujian Hipotesis

### a. Uji Asumsi Klasik

#### a. Uji Multikolinearitas

Tujuan uji multikolinearitas untuk mengetahui ada tidaknya hubungan yang sempurna atau hampir sempurna diantara beberapa atau semua variabel bebas. Multikolinearitas dapat diketahui dengan melihat korelasi antar variabel independent.

Salah satu metode yang digunakan untuk mengetahui masalah multikolinearitas pada suatu model regresi adalah dengan metode regresi/korelasi partial yang dikemukakan Farrar & Glauber yaitu dengan cara melakukan regresi setiap variabel bebas dengan variabel bebas sisanya.

Kriteria pengujiannya jika  $R^2_i$  regresi partial  $<$   $R^2$  regresi model yang diuji, maka variabel bebas tersebut tidak terkena gangguan multikolinearitas. Multikoliniearitas dapat juga dilihat dari nilai *tolerance* dan lawannya, serta *variance inflation faktor* (VIF). Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel independen manakah yang dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Dalam pengertian sederhana setiap variabel independen menjadi variabel dependen dan diregres

terhadap variabel independen lainnya. *Tolerance* mengukur variabilitas variabel independen yang terpilih yang tidak dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Jadi nilai *tolerance* yang rendah sama dengan VIF tinggi (karena  $VIF = 1/Tolerance$ ). Nilai *cutoff* yang umum dipakai untuk menunjukkan adanya multikolonieritas adalah nilai  $Tolerance \leq 0,10$  sama dengan nilai  $VIF \geq 10$ .

### b. Uji Autokorelasi

Autokorelasi merupakan korelasi antara residual satu observasi dengan observasi lain yang disusun menurut urutan waktu (*time series*) maupun menurut urutan ruang atau tempat (*cross section*).

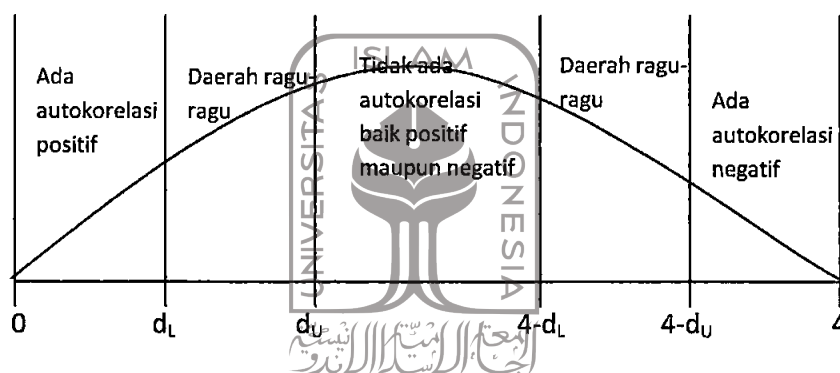
Untuk menguji apakah hasil estimasi suatu model regresi tidak mengandung korelasi serial diantara *disturbance term*-nya, maka digunakan Durbin –Watson (DW)

Statistik:

$$DW = \frac{\sum_{t=2}^n (e_t - e_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^n e_t^2}$$

- Jika  $d < d_L$  atau  $d_U > (4 - d_L)$  maka  $H_0$  ditolak, dengan pilihan pada alternatif yang berarti terdapat autokorelasi.

- Jika  $d$  terletak antara  $d_U$  dan  $(4 - d_L)$  maka  $H_0$  diterima yang berarti tidak ada autokorelasi.
- Jika  $d$  terletak antara  $d_L$  dan  $d_U$  atau diantara  $(4 - d_U)$  dan  $(4 - d_L)$ , maka uji DW tidak menghasilkan kesimpulan yang pasti. Untuk nilai-nilai ini tidak dapat (pada suatu tingkat signifikan tertentu) disimpulkan ada tidaknya autokorelasi diantara faktor-faktor gangguan.



## UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

### c. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan tujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas.

Ada beberapa cara yang digunakan untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas. Salah satu cara yang digunakan yaitu melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat (ZPRED) dengan residualnya (SRESID). Deteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik *scatterplot* antara SRESID dengan ZPRED dimana sumbu Y adalah Y yang telah di prediksi dan sumbu X adalah residualnya (Y prediksi-Y sesungguhnya) yang telah di-*studentized*

Dasar analisis yang digunakan yaitu :

- Jika ada pola tertentu seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit) maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.
- Jika tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

#### d. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Seperti diketahui bahwa uji t dan F mengasumsikan bahwa nilai residual memiliki distribusi normal. Kalau asumsi ini dikanggar maka uji statistik menjadi tidak valid untuk jumlah sampel kecil.

Salah satu cara termudah untuk memenuhi normalitas residual adalah dengan melihat grafik histogram yang mambandingkan antara data observasi dengan

distribusi yang mendekati normal. Namun demikian halnya dengan melihat histogram hal ini dapat menyesatkan khususnya jumlah sampel yang kecil. Metode yang handal adalah dengan melihat normal probability plot yang membandingkan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Distribusi normal akan membentuk satu garis lurus diagonal. Jika distribusi data residual normal, maka garis yang menggambarkan data sesungguhnya akan mengikuti garis diagonalnya.

Pada prinsipnya normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik atau dengan melihat histogram dari residualnya. Dasar pengambilan keputusan:

- Jika data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
- Jika data menyebar jauh dari diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya tidak menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

## **b. Uji Statistik**

Pengujian hipotesis statistik, yang meliputi pengujian hipotesis secara serempak (*F-Test Statistik*), pengujian hipotesis secara individu (*T-Test Statistik*), serta pengujian ketetapan perkiraan ( $R^2$ ).

### a. Pengujian Secara Serempak (F-Test Statistik)

Uji-F statistik dilakukan untuk mengetahui proporsi variabel dependent yang dijelaskan oleh variabel independent secara serempak atau gabungan, dilakukan pengujian hipotesa secara serentak dengan menggunakan uji-F.

$H_0 : b_1 = b_2 = b_3 = b_4 = c_1 = c_2 = c_3 = c_4 = 0$  artinya variabel independent secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel dependent.

$H_0 : b_1 \neq b_2 \neq b_3 \neq b_4 \neq c_1 \neq c_2 \neq c_3 \neq c_4 = 0$  artinya variabel independent secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependent.

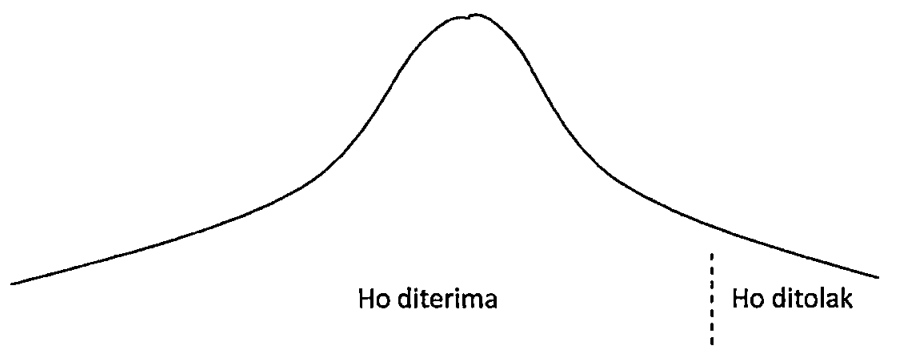
Pengambilan keputusan:

- Jika  $F_{hitung} < F_{tabel}$ , maka  $H_0$  diterima. Berarti variabel independent tersebut secara bersama-sama tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependent.
- Jika  $F_{hitung} > F_{tabel}$ , maka  $H_0$  ditolak. Berarti variabel independent tersebut secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependent.

$F_{hitung}$  diperoleh dengan rumus:

$$F = \frac{\frac{R^2}{(k-1)}}{\frac{(1-R^2)}{(n-k)}}$$

## Kurva Distribusi



### b. Pengujian Ketetapan Perkiraan (Koefisien Determinasi $R^2$ )

$R^2$  adalah suatu besaran yang lazim dipakai untuk mengukur kebaikan kesesuaian (*goodness of fit*), yaitu bagaimana garis regresi mampu menjelaskan fenomena yang terjadi.  $R^2$  mengukur proporsi atau persentase total variasi data (variabel independent) yang dijelaskan oleh model regresi. Semakin tinggi nilai  $R^2$ , maka garis regresi sampel semakin baik. Tingkat ketetapan regresi ditunjukkan oleh besarnya koefisien determinasi  $R^2$ , yang terletak pada  $0 < R^2 < 1$ .

Nilai  $R^2$  diperoleh dari:

$$R^2 = \frac{\text{Jumlah Kuadrat Regresi}}{\text{Total Jumlah Kuadrat}} = \frac{ESS}{TSS}$$

$$= \frac{TSS - RSS}{TSS} = 1 - \frac{RSS}{TSS}$$

$$= 1 - \frac{\sum e^2}{\sum y^2}$$

### c. Pengujian Parsial ( T-Test Statistik)

Pengujian dilakukan dengan menggunakan uji-t statistik. Tujuan penggunaan uji-t statistik adalah untuk menguji parameter secara parsial atau individu dengan tingkat kepercayaan tertentu, uji-t statistik dilakukan untuk melihat signifikansi dari pengaruh variabel independent secara individu terhadap variabel dependent. Dalam uji-t statistik ini digunakan hipotesa sebagai berikut:

$H_0 : b_1, b_2, b_3, b_4, c_1, c_2, c_3, c_4 = 0$  (maka variabel independent tidak mempengaruhi variabel dependent)

$H_0 : b_1, b_2, b_3, b_4, c_1, c_2, c_3, c_4 > 0$  (maka variabel independent berpengaruh secara signifikan dan positif terhadap variabel dependent)

Jika  $t_{hitung} > t_{tabel}$  maka  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima (sisi positif). Dengan tingkat signifikansi 5% secara parsial variabel independen (X) berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen (Y)

Nilai  $t_{hitung}$  dirumuskan sebagai berikut:

$$t = \frac{\beta_i}{Se\beta_i}$$

## H. Pendekatan Postpositivistik-Rasionalistik

Rasionalistik bersumber dari filsafat rasionalisme, bukan sekedar berfikir menggunakan rasio. Rasionalisme sebagai filsafat ilmu merupakan lawan langsung dari positivisme. Menurut positivisme, semua ilmu berasal dari empirik sensual; sedangkan menurut rasionalisme, semua ilmu itu berasal dari pemahaman intelektual kita yang dibangun atas kemampuan argumentasi secara logik, bukan dibangun atas pengalaman empirik, seperti positivisme. Ilmu yang dibangun berdasarkan rasionalisme menekankan pada pemaknaan empirik: pemahaman intelektual kita dan kemampuan berargumentasi secara logik perlu didukung dengan data empirik yang relevan, agar produk ilmu yang mendasarkan diri pada rasionalisme memang ilmu, bukan sekedar fiksi.<sup>7</sup>

Model berfikir pendekatan ini adalah model berfikir bertolak dari asumsi pluralisme (sehingga tampilan kesimpulan penelitiannya mengarah ke idiographik) atau bertolak dari asumsi monisme (sehingga tampilan kesimpulannya mengarah ke nomothetik). Idea untuk mencari model untuk mengkonstruksi teori, menampilkan tesis, kesimpulan ataupun proposisi berlandaskan rasionalisme dapat menggunakan ragam tata fikir logik.<sup>8</sup>

Pemaknaan atau mencari makna, mencari *meaning*, bagi pendekatan positivistik, mencari *meaning* adalah mencari signifikansi. Oleh karena itu penganut

<sup>7</sup> Muhadjir, Noeng, 2000. Metodologi Penelitian Kualitatif. Edisi IV. Yogyakarta: Rake Sarasin. hal. 80

<sup>8</sup>*Ibid.* 113-114

positivisme, akan menghentikan analisisnya sampai teruji kebermaknaan dalam uji signifikansi, artinya menunjuk kepercayaan prediksi atas kemungkinan salah; teknik pembuktian mendasarkan pada frekuensi atau keragaman kejadian. Bagi rasionalisme mencari makna secara ontologik bergerak antara yang empirik sensual, yang logik, dan yang etik; secara epistemologik menggunakan berfikir reflektif, *verstehen*, menggunakan pola fikir difergensi, kreatif, inovatif untuk mendapatkan makna yang lebih jauh dari sekedar signifikansi.

Kesimpulan penelitian yang menghentikan pemahamannya sampai kesimpulan statistik, ataupun terhenti sampai penjabaran verbal dari kesimpulan statistik masih berada pada tahap pemaknaan, penerjemahan. Pemaknaan berikut adalah kemampuan mencari arti di balik yang tersurat. Yang tersurat mengukin empirik sensual, dicari makna etik atau etikanya. Yang tertangkap kejadian kasus, dengan ketajaman reflektif dan juga *verestehen* mungkin tertangkap makna universalnya.<sup>9</sup>

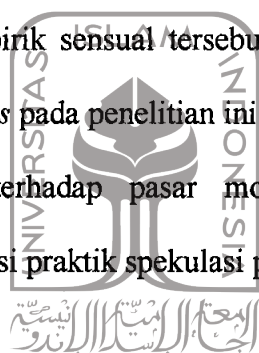
Pemaknaan yang diharapkan lebih berkembang dari hasil-hasil penelitian adalah pemaknaan yang lebih jauh, yaitu pemaknaan ekstrapolasi. Kemampuan difergensi tetapi juga sintesis, kemampuan berfikir kreatif sekaligus inovatif, mampu menggunakan berfikir holographik dan morphogenetik, mampu secara lincah bergerak antara berfikir hierarkik dan heterarkhik, mampu berfikir konstektual sekaligus antisipatif, mampu membijakkan diri untuk bergerak dari yang sensual

---

<sup>9</sup> *Ibid.* 114

sampai ke yang etik, itulah modal dan cara kerja yang diharapkan untuk dapat memberikan makna lebih dalam dan lebih jauh dari hasil suatu penelitian. Membangun konseptualisasi masa depan kehidupan kemanusiaan itulah yang perlu dicapai, bukan menyajikan fragmen-fragmen kehidupan tanpa menyadari integritas totalnya.<sup>10</sup>

Postpositivistik-rasionalistik tetap menggunakan paradigma kuantitatif dan metodologi kuantitatif statistik: empirik analitik, tetapi mempunyai payung berupa *grand concepts* agar data empirik sensual tersebut dapat dimaknai dalam cakupan yang lebih luas. *Grand concepts* pada penelitian ini adalah menghubungkan pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap pasar modal syariah dan pasar modal konvensional dengan identifikasi praktik spekulasi pada pasar modal tersebut.



UNIVERSITAS  
ISLAM  
INDONESIA

---

<sup>10</sup> *Ibid.* 115

## BAB VI

### HASIL DAN PEMBAHASAN

*“Sebaliknya,” lanjut Tweedledee, “jika dulunya demikian, maka hal ini mungkin terjadi; dan jika seandainya memang demikian, maka hal itu akan terjadi; namun jika tidak demikian, maka hal itu tidak terjadi. Itulah logikanya.”*

**-Lewis Carroll-**  
*Through the Looking Glass*

#### A. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif merupakan pengumpulan dan peringkasan data variabel dependen dan variabel independen agar dapat menggambarkan karakteristiknya baik mengenai rerata (*mean*), nilai minimum, nilai maksimum dan standar deviasinya. Pengukuran statistik sampel pada penelitian ini dilakukan dengan menggunakan program komputer *Statistical Package for Sosial Science* (SPSS) dengan hasil perhitungan sebagai berikut:

##### 1. Statistik Deskriptif Pasar Modal Syariah

Tabel 6.1 Statistik Deskriptif Pasar Modal Syariah (JII)

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
<b>RETURN</b>	36	-.83	.80	-.0006	.30835
<b>BETA</b>	36	4.37	11.21	8.2742	1.82175
<b>LIKUID</b>	36	.54	8.02	2.5536	1.71482
<b>PROFIT</b>	36	1.36	62.16	18.1342	13.01269
<b>LEVERG</b>	36	.17	.86	.4142	.17212
<b>AKTV</b>	36	.51	13.73	1.4669	2.17844
<b>SBI</b>	36	8.00	12.75	10.0525	1.73438
<b>INFLASI</b>	36	6.59	17.11	10.3400	4.37399
<b>KURS</b>	36	-5.60	8.60	2.0250	5.51234
<b>GROWTH</b>	36	5.50	6.30	5.9000	.32071
<b>Valid N (listwise)</b>	36				

Berdasarkan penjelasan dari tabel 6.1 dapat dijelaskan beberapa hal, sebagai berikut:

- a. *Return* saham syariah dinotasikan dengan *RETURN* menunjukkan bahwa rata-rata *return* saham syariah adalah  $-0.0006$  dengan standar deviasi  $0,30835$  dengan nilai minimum  $-0,83$  dan nilai maksimum  $0,80$ . Dari hasil ini dapat diartikan bahwa harapan peningkatan atau perubahan harga saham yang merupakan indikator dalam perkembangan harga saham adalah  $0,80$ , sedangkan standar deviasi sebesar  $0,30835$  menunjukkan bahwa ukuran penyebaran data mendekati rata-rata sehingga memiliki penyimpangan data yang rendah. Nilai rata-rata *return* saham syariah negatif, menunjukkan bahwa sampel penelitian memiliki tingkat ekpektasi yang negatif.
- b. Resiko sistematis (*beta*) saham syariah dinotasikan dengan *BETA* menunjukkan bahwa rata-rata resiko sistematis (*beta*) saham syariah adalah  $8,2742$  dengan standar deviasi  $1,82175$  dengan nilai minimum  $4,73$  dan nilai maksimum  $11,21$ . Dari hasil ini dapat diartikan bahwa harapan volatilitas *return* saham atau yang merupakan indikator dalam mengukur resiko sistematis (*systematic risk*) adalah  $4,73$ , sedangkan standar deviasi sebesar  $1,82175$  menunjukkan bahwa ukuran penyebaran data mendekati rata-rata sehingga memiliki penyimpangan data yang rendah. Nilai rata-rata resiko sistematis (*beta*) saham syariah positif, menunjukkan bahwa sampel

penelitian memiliki tingkat ekpektasi yang positif, yaitu mengalami peningkatan dari waktu ke waktu.

- c. Rasio likuiditas dinotasikan dengan LIKUID menunjukkan bahwa rata-rata rasio likuiditas adalah 2,5536 dengan standar deviasi 1,71482 dengan nilai minimum 0,54 dan nilai maksimum 8,02. Dari hasil ini dapat diartikan bahwa harapan besarnya rasio likuiditas perusahaan untuk mengambil keputusan investasi adalah 8,02, sedangkan standar deviasi sebesar 1,71482 menunjukkan bahwa ukuran penyebaran data mendekati rata-rata sehingga memiliki penyimpangan data yang rendah. Nilai rata-rata rasio likuiditas positif, menunjukkan bahwa sampel penelitian memiliki tingkat ekpektasi yang positif, yaitu mengalami peningkatan dari waktu ke waktu.
- d. Rasio profitabilitas dinotasikan dengan PROFIT menunjukkan bahwa rata-rata rasio profitabilitas adalah 18,1342 dengan standar deviasi 13,01269 dengan nilai minimum 1,36 dan nilai maksimum 62,16. Dari hasil ini dapat diartikan bahwa harapan besarnya rasio profitabilitas perusahaan untuk mengambil keputusan investasi adalah 62,16, sedangkan standar deviasi sebesar 13,01269 menunjukkan bahwa ukuran penyebaran data mendekati rata-rata sehingga memiliki penyimpangan data yang rendah. Nilai rata-rata rasio profitabilitas positif, menunjukkan bahwa sampel penelitian memiliki tingkat ekpektasi yang positif, yaitu mengalami peningkatan dari waktu ke waktu.

- e. Rasio *leverage* dinotasikan dengan LEVERG menunjukkan bahwa rata-rata rasio *leverage* adalah 0,4142 dengan standar deviasi 0,17212 dengan nilai minimum 0,17 dan nilai maksimum 0,86. Dari hasil ini dapat diartikan bahwa harapan besarnya rasio *leverage* perusahaan untuk mengambil keputusan investasi adalah 0,17, sedangkan standar deviasi sebesar 0,17212 menunjukkan bahwa ukuran penyebaran data mendekati rata-rata sehingga memiliki penyimpangan data yang rendah. Nilai rata-rata rasio *leverage* positif, menunjukkan bahwa sampel penelitian memiliki tingkat ekpektasi yang positif, yaitu mengalami peningkatan dari waktu ke waktu.
- f. Rasio aktivitas dinotasikan dengan AKTV menunjukkan bahwa rata-rata rasio aktivitas adalah 1,4669 dengan standar deviasi 2,17844 dengan nilai minimum 0,51 dan nilai maksimum 13,73. Dari hasil ini dapat diartikan bahwa harapan besarnya rasio aktivitas perusahaan untuk mengambil keputusan investasi adalah 13,73, sedangkan standar deviasi sebesar 2,17844 menunjukkan bahwa ukuran penyebaran data mendekati rata-rata sehingga memiliki penyimpangan data yang rendah. Nilai rata-rata rasio likuiditas positif, menunjukkan bahwa sampel penelitian memiliki tingkat ekpektasi yang positif, yaitu mengalami peningkatan dari waktu ke waktu.
- g. Suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) dinotasikan dengan SBI menunjukkan bahwa rata-rata SBI adalah 10,0525 dengan standar deviasi 1,73438 dengan nilai minimum 8,00 dan nilai maksimum 12,75. Dari hasil ini dapat diartikan bahwa harapan besarnya SBI untuk mengambil

keputusan investasi adalah 8,00, sedangkan standar deviasi sebesar 1,73438 menunjukkan bahwa ukuran penyebaran data mendekati rata-rata sehingga memiliki penyimpangan data yang rendah. Nilai rata-rata SBI positif, menunjukkan bahwa sampel penelitian memiliki tingkat ekpektasi yang positif.

- h. Tingkat inflasi dinotasikan dengan INFLASI menunjukkan bahwa rata-rata inflasi adalah 10,34 dengan standar deviasi 4,37399 dengan nilai minimum 6,59 dan nilai maksimum 17,11. Dari hasil ini dapat diartikan bahwa harapan besarnya inflasi untuk mengambil keputusan investasi adalah 6,59, sedangkan standar deviasi sebesar 4,37399 menunjukkan bahwa ukuran penyebaran data mendekati rata-rata sehingga memiliki penyimpangan data yang rendah. Nilai rata-rata Inflasi positif, menunjukkan bahwa sampel penelitian memiliki tingkat ekpektasi yang positif.
- i. Tingkat perubahan nilai kurs dinotasikan dengan KURS menunjukkan bahwa rata-rata perubahan nilai kurs adalah 2,025 dengan standar deviasi 5,51234 dengan nilai minimum -5,6 dan nilai maksimum 8,6. Dari hasil ini dapat diartikan bahwa harapan besarnya perubahan nilai kurs untuk mengambil keputusan investasi adalah 8,6, sedangkan standar deviasi sebesar 5,51234 menunjukkan bahwa ukuran penyebaran data mendekati rata-rata sehingga memiliki penyimpangan data yang rendah. Nilai rata-rata Inflasi positif, menunjukkan bahwa sampel penelitian memiliki tingkat ekpektasi yang positif.

- j. Pertumbuhan ekonomi dinotasikan dengan GROWTH menunjukkan bahwa rata-rata pertumbuhan ekonomi adalah 5,9 dengan standar deviasi 0,312071 dengan nilai minimum 5,5 dan nilai maksimum 6,3. Dari hasil ini dapat diartikan bahwa harapan besarnya rasio aktivitas perusahaan untuk mengambil keputusan investasi adalah 6,3, sedangkan standar deviasi sebesar 0,312071 menunjukkan bahwa ukuran penyebaran data mendekati rata-rata sehingga memiliki penyimpangan data yang rendah. Nilai rata-rata pertumbuhan ekonomi positif, menunjukkan bahwa sampel penelitian memiliki tingkat ekpektasi yang positif, yaitu mengalami peningkatan dari waktu ke waktu.

## 2. Statistik Deskriptif Pasar Modal Konvensional (LQ-45)

Tabel 6.2 Statistik Deskriptif Pasar Modal Konvensional

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
<i>RETURN</i>	72	-1.03	2.36	.0425	.40189
<i>BETA</i>	72	.33	13.40	7.9165	2.31340
<i>LIKUID</i>	72	.39	3.59	1.2804	.77372
<i>PROFIT</i>	72	-62.38	40.35	3.8993	10.86394
<i>LEVERG</i>	72	.09	.89	.4001	.25912
<i>AKTV</i>	72	.12	1.36	.5500	.29169
<i>SBI</i>	72	8.00	12.75	10.0525	1.72212
<i>INFLASI</i>	72	6.59	17.11	10.3400	4.34308
<i>KURS</i>	72	-5.60	8.60	2.0250	5.47339
<i>GROWTH</i>	72	5.50	6.30	5.9000	.31845
<b>Valid N (listwise)</b>	72				

Berdasarkan penjelasan dari tabel 6.2 dapat dijelaskan beberapa hal, sebagai berikut:

- a. *Return* saham konvensional dinotasikan dengan *RETURN* menunjukkan bahwa rata-rata *return* saham konvensional adalah 0,0425 dengan standar deviasi 0,40189 dengan nilai minimum -1,03 dan nilai maksimum 2,36. Dari hasil ini dapat diartikan bahwa harapan peningkatan atau perubahan harga saham yang merupakan indikator dalam perkembangan harga saham adalah 2,36, sedangkan standar deviasi sebesar 0,40189 menunjukkan bahwa ukuran penyebaran data mendekati rata-rata sehingga memiliki penyimpangan data yang rendah. Nilai rata-rata *return* saham konvensional negatif, menunjukkan bahwa sampel penelitian memiliki tingkat ekpektasi yang positif, yaitu mengalami peningkatan dari waktu ke waktu.
- b. Resiko sistemik (*beta*) saham konvensional dinotasikan dengan *BETA* menunjukkan bahwa rata-rata resiko sistemik (*beta*) saham konvensional adalah 7,9165 dengan standar deviasi 2,3134 dengan nilai minimum 0,33 dan nilai maksimum 13,40. Dari hasil ini dapat diartikan bahwa harapan volatilitas *return* saham atau yang merupakan indikator dalam mengukur resiko sistemik (*systematic risk*) adalah 0,33, sedangkan standar deviasi sebesar 2,3134 menunjukkan bahwa ukuran penyebaran data mendekati rata-rata sehingga memiliki penyimpangan data yang rendah. Nilai rata-rata resiko sistemik (*beta*) saham konvensional positif, menunjukkan bahwa sampel penelitian memiliki tingkat ekpektasi yang positif, yaitu mengalami peningkatan dari waktu ke waktu.

- c. Rasio likuiditas dinotasikan dengan LIKUID menunjukkan bahwa rata-rata rasio likuiditas adalah 1,2804 dengan standar deviasi 0,77372 dengan nilai minimum 0,39 dan nilai maksimum 3,59. Dari hasil ini dapat diartikan bahwa harapan besarnya rasio likuiditas perusahaan untuk mengambil keputusan investasi adalah 3,59, sedangkan standar deviasi sebesar 0,77372 menunjukkan bahwa ukuran penyebaran data mendekati rata-rata sehingga memiliki penyimpangan data yang rendah. Nilai rata-rata rasio likuiditas positif, menunjukkan bahwa sampel penelitian memiliki tingkat ekpektasi yang positif, yaitu mengalami peningkatan dari waktu ke waktu.
- d. Rasio profitabilitas dinotasikan dengan PROFIT menunjukkan bahwa rata-rata rasio profitabilitas adalah 3,8993 dengan standar deviasi 10,86394 dengan nilai minimum -62,38 dan nilai maksimum 40,35. Dari hasil ini dapat diartikan bahwa harapan besarnya rasio profitabilitas perusahaan untuk mengambil keputusan investasi adalah 40,35, sedangkan standar deviasi sebesar 10,86394 menunjukkan bahwa ukuran penyebaran data mendekati rata-rata sehingga memiliki penyimpangan data yang rendah. Nilai rata-rata rasio profitabilitas positif, menunjukkan bahwa sampel penelitian memiliki tingkat ekpektasi yang positif, yaitu mengalami peningkatan dari waktu ke waktu.
- e. Rasio *leverage* dinotasikan dengan LEVERG menunjukkan bahwa rata-rata rasio *leverage* adalah 0,4001 dengan standar deviasi 0,25912 dengan nilai minimum 0,09 dan nilai maksimum 0,89. Dari hasil ini dapat diartikan

bahwa harapan besarnya rasio *leverage* perusahaan untuk mengambil keputusan investasi adalah 0,09, sedangkan standar deviasi sebesar 0,25912 menunjukkan bahwa ukuran penyebaran data mendekati rata-rata sehingga memiliki penyimpangan data yang rendah. Nilai rata-rata rasio *leverage* positif, menunjukkan bahwa sampel penelitian memiliki tingkat ekpektasi yang positif, yaitu mengalami peningkatan dari waktu ke waktu.

- f. Rasio aktivitas dinotasikan dengan AKTV menunjukkan bahwa rata-rata rasio aktivitas adalah 0,55 dengan standar deviasi 0,29169 dengan nilai minimum 0,12 dan nilai maksimum 1,36. Dari hasil ini dapat diartikan bahwa harapan besarnya rasio aktivitas perusahaan untuk mengambil keputusan investasi adalah 1,36, sedangkan standar deviasi sebesar 0,29169 menunjukkan bahwa ukuran penyebaran data mendekati rata-rata sehingga memiliki penyimpangan data yang rendah. Nilai rata-rata rasio likuiditas positif, menunjukkan bahwa sampel penelitian memiliki tingkat ekpektasi yang positif, yaitu mengalami peningkatan dari waktu ke waktu.

**Tabel 6.3 Perbandingan Statistik Deskriptif Pasar Modal Syariah dan Pasar Modal Konvensional**

No.	Mean Variabel	A. Pasar Modal Syariah	B. Pasar Modal Konvensional	Perbandingan
1.	<i>Return</i>	-0,0006	0,0425	A < B
2.	<i>Beta</i>	8,2742	7,9165	A > B
3.	Likuiditas	2,5536	1,2802	A > B
4.	Profitabilitas	18,1342	3,8993	A > B
5.	<i>Leverage</i>	0,4142	0,4001	A > B
6.	Aktivitas	1,4669	0,5500	A > B

## B. Uji Asumsi Klasik

### 1. Uji Multikolonieritas

**Tabel 6.4 Hasil Uji Multikolinierialitas terhadap Pasar Modal Syariah dan Pasar Modal Konvensional**

Model		Colinearity Statistic	
		Tolerance	VIF
<b>Pasar Modal Syariah</b>			
Variabel Mikroekonomi	LIKUIDITAS	0,459	2,179
	PROFITABILITAS	0,809	1,236
	LEVERAGE	0,435	2,296
	AKTIVITAS	0,841	1,189
Variabel Makroekonomi	SBI	0,017	58,081
	KURS	0,026	39,174
	GROWTH	0,027	37,258
	INFLASI	0,000	-
<b>Pasar Modal Konvensional</b>			
Variabel Mikroekonomi	LIKUIDITAS	0,682	1,456
	PROFITABILITAS	0,677	1,476
	LEVERAGE	0,754	1,326
	AKTIVITAS	0,754	1,326
Variabel Makroekonomi	SBI	0,018	56,591
	INFLASI	0,026	37,747
	GROWTH	0,028	35,239
	KURS	0,000	-

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (*independent*). Hasil perhitungan nilai *Tolerance* berdasarkan tabel 6.4 menunjukkan baik pada variabel independen pasar modal syariah dan pasar modal konvensional memiliki kesimpulan yang sama bahwa seluruh variabel makroekonomi memiliki nilai *tolerance* kurang dari 0,10 yang berarti ada korelasi antar variabel independen (khususnya makroekonomi) yang nilainya lebih dari 95%, sedangkan untuk seluruh variabel mikroekonomi tidak ada yang memiliki nilai *tolerance* kurang dari 0,10 yang berarti tidak ada korelasi antar variabel independen (khususnya mikroekonomi) yang nilainya lebih dari 95%, bahkan pada variabel independen pasar modal syariah yaitu variabel tingkat inflasi memiliki nilai *tolerance* 0 dan pada variabel independen pasar modal konvensional yaitu variabel perubahan nilai kurs juga memiliki nilai *tolerance* 0. Hasil perhitungan nilai *Variance Inflation Faktor* (VIF) juga menunjukkan hal yang sama, bahwa baik pasar modal syariah dan pasar modal konvensional pada variabel independen (khususnya makroekonomi) memiliki nilai VIF lebih dari 10. Jadi dapat disimpulkan bahwa ada multikolinieritas antar variabel independen dalam model regresi.

Dalam menghadapi masalah multikolinieritas tersebut, alternatif yang penulis gunakan adalah membiarkan saja model tersebut mengandung multikolinieritas, karena estimatornya masih dapat bersifat BLUE (*Best Linier Unbiased Estimation*), terkecuali untuk variabel INFLASI pada pasar modal syariah dan variabel KURS

pada pasar modal konvensional karena nilai *tolerance*-nya 0. Sifat BLUE tidak terpengaruh oleh ada tidaknya korelasi antar variabel dan yang terpenting adalah pada penjelasan teori variabel independen tersebut tidak dapat dihilangkan. Namun, yang perlu diperhatikan menurut Ghozali, penggunaan model dengan variabel independen yang mempunyai korelasi tinggi hanya semata-mata untuk prediksi dan tidak untuk menginterpretasikan koefisien regresinya.<sup>1</sup>

## 2. Uji Autokorelasi (Uji Durbin-Watson/DW)

Tabel 6.5 Hasil Uji Durbin-Watson/DW

Model	DW	Dl	Du
Pasar Modal Syariah:		(n=36)	(n=36)
1. <i>Return</i> – Mikro dan Makroekonomi	1,931	0,991	2,041
2. <i>Beta</i> – Mikro dan Makroekonomi	2,144	0,991	2,041
Pasar Modal Konvensional:		(n=72)	(n=72)
1. <i>Return</i> – Mikro dan Makroekonomi	2,174	1,369	1,873
2. <i>Beta</i> – Mikro dan Makroekonomi	2,079	1,369	1,873

Keterangan: *Significance Point for Dl and Du at 0.05 (5%) level of significance*

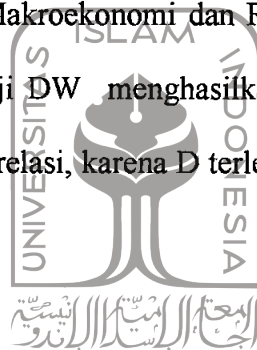
Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode  $t$  dengan kesalahan pengganggu periode  $t-1$  (sebelumnya). Berdasarkan hasil pengujian yang disajikan pada tabel 6.5 dapat disimpulkan:

- a. Pada model pasar modal syariah:

<sup>1</sup>Ghozali, Imam, 2006. Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS. Edisi ke-4. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro. hal. 99

- *Return* – Mikro dan Makroekonomi: uji DW tidak menghasilkan kesimpulan yang pasti, karena DW atau D terletak antara  $D_l$  dan  $D_u$  ( $D_l \leq D \leq D_u$ )
  - Resiko Sistemik (*Beta*) – Mikro dan Makroekonomi: uji DW menghasilkan kesimpulan  $H_0$  diterima yang berarti tidak ada autokorelasi, karena D terletak antara  $D_u$  dan  $(4 - D_l)$  ( $D_u < D < 4 - D_l$ )
- b. Pada model pasar modal konvensional:

*Return* – Mikro dan Makroekonomi dan Resiko Sistemik (*Beta*) – Mikro dan Makroekonomi: uji DW menghasilkan kesimpulan  $H_0$  diterima yang berarti tidak ada autokorelasi, karena D terletak antara  $D_u$  dan  $(4 - D_l)$  ( $D_u < D < 4 - D_l$ )



### 3. Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dan residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Dari grafik scatterplots (dapat dilihat pada lampiran uji asumsi klasik) pada semua model regresi terlihat bahwa titik-titik menyebar secara acak serta tersebar baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y. Hal ini dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi, sehingga model regresi layak dipakai untuk memprediksi *RETURN* dan Resiko Sistemik (*BETA*) berdasarkan masukan

variabel independen LIKUID, PROFIT, LEVERG, AKTV, SBI, INFLASI, KURS, dan GROWTH.

#### 4. Uji Normalitas (Analisis Grafik)

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Salah satu cara termudah untuk melihat normalitas residual adalah dengan melihat grafik histogram yang membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati distribusi normal. Dengan melihat tampilan grafik histogram maupun grafik normal plot (lihat pada lampiran uji asumsi klasik) dapat disimpulkan bahwa grafik histogram memberikan pola distribusi yang normal. Sedangkan pada grafik normal plot terlihat titik-titik menyebar disekitar diagonal, serta penyebarannya mengikuti arah garis diagonal. Kedua grafik ini menunjukkan bahwa seluruh model regresi memenuhi asumsi normalitas.

## C. Uji Statistik

### 1. Pengaruh Mikroekonomi Terhadap *Return* Pasar Modal Syariah

**Tabel 6.6 Pengaruh Mikroekonomi Terhadap *Return* Saham Syariah**

Pengujian	Variabel Mikroekonomi			
	Likuiditas	Profitabilitas	Leverage	Aktivitas
Koefisien Korelasi	-0,013	0,008	0,175	0,013
Signifikansi (Sig. = 0,387)	0,774	0,067	0,702	0,603
t-statistic	-0,290	1,900	0,387	0,526
<b>Keterangan:</b> F-statistic = 1,072; R (R Square) = 0,349 (0,122); Adjusted R Square = 0,008				

Persamaan:

$$RETURN = -0,202 - 0,013LIKUID + 0,008PROFIT + 0,175LEVERG + 0,013AKTV$$

Berdasarkan tabel 6.6 tersebut, besarnya *Adjusted R Square* adalah 0,008; hal ini berarti 0,8% variasi *return* dapat dijelaskan oleh variasi dari ke empat variabel mikroekonomi (independen) likuiditas, profitabilitas, *leverage*, dan aktivitas. Sedangkan sisanya 99,2% dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain di luar model.

Dari uji ANOVA atau *F test* (pengujian regresi linier berganda) didapat nilai *F* hitung sebesar 1,072 dengan probabilitas 0,387. Karena probabilitas lebih besar dari 0,05; maka model regresi tidak dapat digunakan untuk memprediksi *return* atau dapat dikatakan bahwa likuiditas, profitabilitas, *leverage*, dan aktivitas secara bersama-sama berpengaruh tidak signifikan terhadap *return*. Pada pengujian regresi parsial dengan *t test* menunjukkan bahwa likuiditas, profitabilitas, *leverage*, dan aktivitas juga berpengaruh tidak signifikan pada tingkat 5%, profitabilitas berpengaruh signifikan pada tingkat 10%.

Hasil pengujian ini tidak mendukung hipotesis (H1A) (Variabel Mikroekonomi [rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio *leverage*, dan rasio profitabilitas] berpengaruh tidak signifikan terhadap terhadap *return* saham syariah). Berdasarkan pengujian ini dapat disimpulkan berdasarkan kajian empirik sebelumnya bahwa hal ini konsisten dengan pendapat Auliyah dan Hamzah (2006). Sedangkan pada kajian teoritis sebelumnya bahwa hal ini tidak konsisten dengan pendapat J.M. Hurst (1970) dan teori hipotesis efisiensi market (Eugene F. Fama [1970] dan Jogiarto [2005]), yang menyatakan bahwa mikroekonomi (fundamental perusahaan) berpengaruh signifikan terhadap pasar modal, atau bahkan mungkin mendukung teori “kontes kecantikan” Keynes yang menyatakan bahwa karena investor pasar saham akan menjual sahamnya kepada pihak lain, mereka tertarik pada penilaian pihak lain terhadap perusahaan daripada sesungguhnya nilai perusahaan. Namun juga, yang perlu diperhatikan di sini bahwa terkait dengan teori hipotesis efisiensi market yang secara teoritis bertentangan dengan teori “kontes kecantikan” Keynes adalah bahwa terkait dengan penggunaan informasi yang ada, tidak hanya terkait dengan variabel mikroekonomi (fundamental perusahaan) walaupun memang pembahasannya diidentikkan dengan variabel tersebut. Pada pendekatan normatif juga dapat disimpulkan bahwa hasil penelitian tidak konsisten dengan al Qur’an surat at-Taubah: 105, yang secara fitrah seharusnya mikroekonomi berpengaruh signifikan terhadap *return* pasar modal syariah.

## 2. Pengaruh Mikroekonomi Terhadap Resiko Sistemik (*Beta*) Saham Syariah

**Tabel 6.7 Pengaruh Mikroekonomi Terhadap Resiko Sistemik (*Beta*) Saham Syariah**

Pengujian	Variabel Mikroekonomi			
	Likuiditas	Profitabilitas	Leverage	Aktivitas
Koefisien Korelasi	0,380	0,036	4,085	- 0,175
Signifikansi (Sig. = 0,214)	0,149	0,141	0,127	0,222
t-statistic	1,478	1,511	1,570	-1,245
<b>Keterangan:</b> F-statistic = 1,544; R (R Square) = 0,408 (0,166); Adjusted R Square = 0,059				

Persamaan:

$$BETA = 5,216 + 0,380LIKUID + 0,036PROFIT + 4,085LEVERG - 0,175AKTV$$

Berdasarkan tabel 6.7 tersebut, besarnya *Adjusted R Square* adalah 0,059, hal ini berarti 5,9% variasi resiko sistemik (*beta*) dapat dijelaskan oleh variasi dari ke empat variabel mikroekonomi (independen) likuiditas, profitabilitas, *leverage*, dan aktivitas. Sedangkan sisanya 94,1% dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain di luar model.

Dari uji ANOVA atau *F test* (pengujian regresi linier berganda) didapat nilai *F* hitung sebesar 1,544 dengan probabilitas 0,214. Karena probabilitas lebih besar dari 0,05; maka model regresi tidak dapat digunakan untuk memprediksi resiko sistemik (*beta*) atau dapat dikatakan bahwa likuiditas, profitabilitas, *leverage*, dan aktivitas secara bersama-sama berpengaruh tidak signifikan terhadap resiko sistemik (*beta*) saham syariah. Pada pengujian regresi parsial dengan *t test* menunjukkan bahwa likuiditas, profitabilitas, *leverage*, dan aktivitas juga berpengaruh tidak signifikan pada tingkat 5%.

Hasil pengujian ini tidak mendukung hipotesis (H1B) (Variabel Mikroekonomi [rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio *leverage*, dan rasio profitabilitas] berpengaruh tidak signifikan terhadap terhadap resiko sistematis (*beta*) saham syariah). Berdasarkan pengujian ini dapat disimpulkan berdasarkan kajian empirik sebelumnya bahwa hal ini tidak konsisten dengan pendapat Hamzah (2005) dan Auliyah dan Hamzah (2006) yang menyatakan bahwa secara bersama-sama dari variabel-variabel karakteristik perusahaan, industri dan ekonomi makro berpengaruh signifikan terhadap *beta* saham syariah. Sedangkan pada kajian teoritis sebelumnya juga disimpulkan, bahwa hal ini tidak konsisten dengan pendapat J.M. Hurst (1970) dan teori hipotesis efisiensi market (Eugene F. Fama [1970] dan Jogianto [2005]), yang menyatakan bahwa mikroekonomi (fundamental perusahaan) berpengaruh signifikan terhadap pasar. Pada pendekatan normatif juga dapat disimpulkan bahwa hasil penelitian tidak konsisten dengan al Qur'an surat at-Taubah: 105, yang secara fitrah seharusnya mikroekonomi berpengaruh signifikan terhadap resiko sistematis (*beta*) pasar modal syariah.

### 3. Pengaruh Makroekonomi Terhadap *Return* Saham Syariah Pengaruh

**Tabel 6.8 Pengaruh Makroekonomi Terhadap *Return* Saham Syariah**

Pengujian	Variabel Makroekonomi		
	SBI	KURS	GROWTH
Koefisien Korelasi	0,924	- 0,237	4,065
Signifikansi (Sig. = 0,000)	0,000	0,000	0,000
t-statistic	5,784	-5,773	5,960
<b>Keterangan:</b>			
F-statistic = 11,919; R (R Square) = 0,726 (0,528); Adjusted R Square = 0,483			

Persamaan:

$$RETURN = -32,790 + 0,924SBI - 0,237KURS + 4,065GROWTH$$

Berdasarkan tabel 6.8 tersebut, besarnya *Adjusted R Square* adalah 0,483; hal ini berarti 48,3% variasi *return* dapat dijelaskan oleh variasi dari ke tiga variabel makroekonomi (independen) variabel tingkat SBI, perubahan nilai kurs, pertumbuhan ekonomi.<sup>2</sup> Sedangkan sisanya 51,7% dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain di luar model.

Dari uji ANOVA atau *F test* (pengujian regresi linier berganda) didapat nilai *F* hitung sebesar 11,919 dengan probabilitas 0,000. Karena probabilitas lebih kecil dari 0,05; maka model regresi dapat digunakan untuk memprediksi *return* atau dapat dikatakan bahwa tingkat SBI, perubahan nilai kurs, dan pertumbuhan ekonomi secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *return* saham syariah. Pada pengujian regresi parsial dengan *t test* menunjukkan bahwa tingkat SBI, perubahan nilai kurs, dan pertumbuhan ekonomi juga berpengaruh signifikan pada tingkat 5%.

Hasil pengujian ini tidak mendukung hipotesis (H2A) (Variabel Makroekonomi [tingkat SBI, perubahan nilai kurs, dan pertumbuhan ekonomi] berpengaruh tidak signifikan terhadap terhadap *return* saham syariah). Berdasarkan pengujian ini dapat disimpulkan berdasarkan kajian empirik dan teoritis sebelumnya

---

<sup>2</sup>Inflasi tidak dimasukkan ke dalam model karena memiliki nilai *tolerance* 0 (lihat pengujian asumsi klasik sebelumnya, pada uji multikolinieritas)

bahwa hal ini tidak konsisten dengan pendapat Auliyah dan Hamzah (2006), namun konsisten dengan Nurpratama (2006) dan Chen, Roll, dan Ross (1986) khususnya mengenai *Arbitrage Pricing Theory* (APT), serta pendapat Prasetiantono (1998) dan Mishkin (2008) yang menyatakan bahwa makroekonomi berpengaruh signifikan terhadap pasar modal. Pada pendekatan normatif juga dapat disimpulkan bahwa hasil penelitian tidak konsisten dengan teori penetapan harga (*at-tas'ir*) yang secara fitrah dalam kondisi persaingan pasar yang sehat (dalam pasar modal syariah), makroekonomi berpengaruh tidak signifikan terhadap *return* pasar modal syariah.

#### 4. Pengaruh Makroekonomi Terhadap Resiko Sistemik (*Beta*) Saham Syariah

**Tabel 6.9 Pengaruh Makroekonomi Terhadap Resiko Sistemik (*Beta*) Saham Syariah**

Pengujian	Variabel Makroekonomi		
	SBI	KURS	GROWTH
Koefisien Korelasi	1,306	- 0,314	6,464
Signifikansi (Sig. = 0,546)	0,333	0,363	0,263
t-statistic	0,983	-0,922	1,139
<b>Keterangan:</b> F-statistic = 0,722; R (R Square) = 0,252 (0,063); Adjusted R Square = -0,024			

Persamaan:

$$BETA = -42,359 + 1,306SBI - 0,314KURS + 6,464GROWTH$$

Berdasarkan tabel 6.9 tersebut, besarnya *Adjusted R Square* adalah -0,024; hal ini berarti variasi resiko sistematis (*beta*) tidak dapat dijelaskan oleh variasi dari ke tiga variabel makroekonomi (independen) variabel tingkat SBI, perubahan nilai kurs, pertumbuhan ekonomi.<sup>3</sup>

Dari uji ANOVA atau *F test* (pengujian regresi linier berganda) didapat nilai *F* hitung sebesar 0,722 dengan probabilitas 0,546. Karena probabilitas lebih besar dari 0,05; maka model regresi tidak dapat digunakan untuk memprediksi resiko sistematis (*beta*) atau dapat dikatakan bahwa tingkat SBI, perubahan nilai kurs, dan pertumbuhan ekonomi secara bersama-sama berpengaruh tidak signifikan terhadap resiko sistematis (*beta*). Pada pengujian regresi parsial dengan *t test* juga menunjukkan bahwa tingkat SBI, perubahan nilai kurs, dan pertumbuhan ekonomi berpengaruh tidak signifikan pada tingkat 5%.

Hasil pengujian ini mendukung hipotesis (H2B) (Variabel Makroekonomi [tingkat SBI, perubahan nilai kurs, dan pertumbuhan ekonomi] tidak berpengaruh signifikan terhadap terhadap resiko sistematis (*beta*) saham syariah). Berdasarkan pengujian ini dapat disimpulkan berdasarkan kajian empirik sebelumnya bahwa hal ini tidak konsisten dengan pendapat Hamzah (2005), namun konsisten dengan pendapat Auliyah dan Hamzah (2006). Berdasarkan kajian teoritis sebelumnya bahwa hal ini tidak konsisten dengan Chen, Roll, dan Ross (1986) khususnya mengenai

---

<sup>3</sup>Menurut Gujarati jika dalam uji statistik didapati nilai *adjusted R square* negatif, maka nilai *adjusted R square* dianggap bernilai 0 (lihat Gujarati, Damodar N., 2004. *Basic Econometric*. New York: McGraw-Hill Companies)

*Arbitrage Pricing Theory* (APT) yang menyatakan bahwa makroekonomi berpengaruh terhadap pasar modal. Pada pendekatan normatif juga dapat disimpulkan bahwa hasil penelitian konsisten dengan teori penetapan harga (*at-tas'ir*) yang secara fitrah dalam kondisi persaingan pasar yang sehat (dalam pasar modal syariah) makroekonomi berpengaruh terhadap *return* pasar modal syariah. Hasil ini juga menunjukkan terdapat perbedaan antara *return* dan resiko sistematis (*beta*) saham syariah bila diregres dengan makroekonomi, yang secara teoritis terdapat *trade-off* antara *return* dan resiko sistematis (*beta*).



UNIVERSITAS  
ISLAM  
INDONESIA

## 5. Pengaruh Mikro dan Makroekonomi Terhadap Return Saham Syariah

Tabel 6.10 Pengaruh Mikro dan Makroekonomi Terhadap Return Saham Syariah

Pengujian	Variabel Mikroekonomi dan Makroekonomi						
	Likuiditas	Profitabilitas	Leverage	Aktivitas	SBI	KURS	GROWTH
Koefisien Korelasi	- 0,006	0,005	0,175	- 0,012	0,909	- 0,232	3,975
Signifikansi (Sig. = 0,000)	0,866	0,147	0,808	0,544	0,000	0,000	0,000
t-statistic	-0,170	1,491	0,245	-0,614	5,491	-5,421	5,542
<b>Keterangan:</b> F-statistic = 5,564; R (R Square) = 0,763 (0,582); Adjusted R Square = 0,477							

Persamaan:

$$RETURN = -32,214 - 0,006LIKUID + 0,005PROFIT + 0,081LEVERG - 0,012AKTV + 0,909SBI - 0,232KURS + 3,975GROWTH$$

Berdasarkan tabel 6.10 tersebut, besarnya *Adjusted R Square* adalah 0,477; hal ini berarti 47,7% variasi *return* dapat dijelaskan oleh variasi dari keempat variabel mikroekonomi dan ketiga makroekonomi (independen) variabel likuiditas, profitabilitas, *leverage*, aktivitas, tingkat SBI, perubahan nilai kurs, dan pertumbuhan ekonomi.<sup>4</sup> Sedangkan sisanya 52,3% dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain di luar model.

<sup>4</sup>Inflasi tidak dimasukkan ke dalam model karena memiliki nilai *tolerance* 0 (lihat pengujian asumsi klasik sebelumnya, pada uji multikolinieritas)

Dari uji ANOVA atau *F test* (pengujian regresi linier berganda) didapat nilai *F* hitung sebesar 5,564 dengan probabilitas 0,000. Karena probabilitas lebih kecil dari 0,05; maka model regresi dapat digunakan untuk memprediksi *return* atau dapat dikatakan bahwa variabel likuiditas, profitabilitas, *leverage*, aktivitas, tingkat SBI, perubahan nilai kurs, dan pertumbuhan ekonomi secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *return*. Pada pengujian regresi parsial dengan *t test* menunjukkan bahwa variabel likuiditas, profitabilitas, *leverage*, dan aktivitas berpengaruh tidak signifikan pada tingkat 5%, sedangkan tingkat SBI, perubahan nilai kurs, dan pertumbuhan ekonomi berpengaruh signifikan pada tingkat 5%.

Hasil pengujian ini mendukung hipotesis (H3A) (Variabel Mikroekonomi [rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio *leverage*, dan rasio profitabilitas] dan Variabel Makroekonomi [tingkat SBI, perubahan nilai kurs, dan pertumbuhan ekonomi] berpengaruh signifikan terhadap *return* saham syariah). Berdasarkan pengujian ini dapat disimpulkan berdasarkan kajian empirik sebelumnya bahwa hal ini tidak konsisten dengan pendapat Auliyah dan Hamzah (2006). Sedangkan pada kajian teoritis sebelumnya bahwa hal ini konsisten dengan teori hipotesis efisiensi market (Eugene F. Fama [1970] dan Jogianto [2005]), yang menyatakan bahwa harga sekuritas secara akurat mencerminkan informasi yang ada (walaupun tidak tersirat disebutkan mikroekonomi (fundamental perusahaan) dan makroekonomi, bahkan cenderung memfokuskan pada mikroekonomi).

## 6. Pengaruh Mikro dan Makroekonomi Terhadap Resiko Sistematis (*Beta*) Saham Syariah

Tabel 6.11 Pengaruh Mikro dan Makroekonomi Terhadap Resiko Sistematis (*Beta*) Saham Syariah

Pengujian	Variabel Mikroekonomi dan Makroekonomi						
	Likuiditas	Profitabilitas	Leverage	Aktivitas	SBI	KURS	GROWTH
Koefisien Korelasi	0,404	0,024	4,300	-0,250	1,544	-0,383	7,857
Signifikansi (Sig. = 0,269)	0,126	0,362	0,112	0,104	0,248	0,267	0,177
t-statistic	1,576	0,927	-1,678	-0,614	1,179	-1,133	1,385
<b>Keterangan:</b>							
F-statistic = 1,340; R (R Square) = 0,501 (0,251); Adjusted R-Square = 0,064							

Persamaan:

$$BETA = -55,700 + 0,404LIKUID + 0,024PROFIT + 4,300LEVERG - 0,250AKTV + 1,544SBI - 0,383KURS + 7,857GROWTH$$

Berdasarkan tabel 6.11 tersebut, besarnya *Adjusted R Square* adalah 0,067; hal ini berarti 6,7% variasi resiko sistematis (*beta*) dapat dijelaskan oleh variasi dari keempat variabel mikroekonomi dan ketiga makroekonomi (independen) variabel likuiditas, profitabilitas, *leverage*, aktivitas, tingkat SBI, perubahan nilai kurs, dan pertumbuhan ekonomi. Sedangkan sisanya 93,3% dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain di luar model.

Dari uji ANOVA atau *F test* (pengujian regresi linier berganda) didapat nilai *F* hitung sebesar 1,340 dengan probabilitas 0,269. Karena probabilitas lebih besar dari 0,05; maka model regresi tidak dapat digunakan untuk memprediksi resiko sistematis (*beta*) atau dapat dikatakan bahwa variabel likuiditas, profitabilitas, *leverage*, aktivitas, tingkat SBI, perubahan nilai kurs, dan pertumbuhan ekonomi secara bersama-sama berpengaruh tidak signifikan terhadap resiko sistematis (*beta*). Pada pengujian regresi parsial dengan *t test* juga menunjukkan bahwa variabel likuiditas, profitabilitas, *leverage*, aktivitas, tingkat SBI, perubahan nilai kurs, dan pertumbuhan ekonomi berpengaruh tidak signifikan pada tingkat 5%.

Hasil pengujian ini tidak mendukung hipotesis (H3B) (Variabel Mikroekonomi [rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio *leverage*, dan rasio profitabilitas] dan Variabel Makroekonomi [tingkat SBI, perubahan nilai kurs, dan pertumbuhan ekonomi] berpengaruh tidak signifikan terhadap terhadap resiko sistematis (*beta*) saham syariah). Berdasarkan pengujian ini dapat disimpulkan berdasarkan kajian empirik sebelumnya bahwa hal ini tidak konsisten dengan pendapat Hamzah (2005), namun konsisten dengan Auliyah dan Hamzah (2006). Sedangkan pada kajian teoritis sebelumnya bahwa hal ini juga tidak konsisten dengan teori hipotesis efisiensi market (Eugene F. Fama [1970] dan Jogianto [2005]), yang menyatakan bahwa harga sekuritas secara akurat mencerminkan informasi yang ada (walaupun tidak tersirat disebutkan mikroekonomi [fundamental perusahaan] dan makroekonomi, bahkan cenderung memfokuskan pada mikroekonomi).

## 7. Pengaruh Mikroekonomi Terhadap *Return* Saham Konvensional

**Tabel 6.12 Pengaruh Mikroekonomi Terhadap *Return* Saham Konvensional**

Pengujian	Variabel Mikroekonomi			
	Likuiditas	Profitabilitas	Leverage	Aktivitas
Koefisien Korelasi	0,100	0,004	- 0,160	- 0,060
Signifikansi (Sig. = 0,465)	0,173	0,448	0,452	0,747
t-statistic	1,377	0,764	-0,757	-0,324
<b>Keterangan:</b> F-statistic = 0,907; R (R Square) = 0,227 (0,051); Adjusted R Square = -0,005				

Persamaan:

$$RETURN = -0,004 + 0,100LIKUID + 0,004PROFIT - 0,160LEVERG - 0,060AKTV$$

Berdasarkan tabel 6.12 tersebut, besarnya *Adjusted R Square* adalah -0,005; hal ini berarti variasi *return* tidak dapat dijelaskan oleh variasi dari ke empat variabel mikroekonomi (independen) likuiditas, profitabilitas, *leverage*, dan aktivitas.<sup>5</sup>

Dari uji ANOVA atau *F test* (pengujian regresi linier berganda) didapat nilai *F* hitung sebesar 0,907 dengan probabilitas 0,465. Karena probabilitas lebih besar dari 0,05; maka model regresi tidak dapat digunakan untuk memprediksi *return* atau dapat dikatakan bahwa likuiditas, profitabilitas, *leverage*, dan aktivitas secara bersama-sama berpengaruh tidak signifikan terhadap *return*. Pada pengujian regresi parsial dengan *t test* juga menunjukkan bahwa likuiditas, profitabilitas, *leverage*, dan aktivitas berpengaruh tidak signifikan pada tingkat 5%.

<sup>5</sup>Menurut Gujarati jika dalam uji statistik didapati nilai adjusted R square negatif, maka nilai adjusted R square dianggap bernilai 0 (lihat Gujarati, Damodar N., 2004. *Basic Econometric*. New York: McGraw-Hill Companies)

Hasil pengujian ini tidak mendukung hipotesis (H4A) (Variabel Mikroekonomi [rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio *leverage*, dan rasio profitabilitas] berpengaruh tidak signifikan terhadap terhadap *return* saham syariah). Berdasarkan pengujian ini dapat disimpulkan berdasarkan kajian teoritis sebelumnya bahwa hal ini tidak konsisten dengan pendapat J.M. Hurst (1970) dan teori hipotesis efisiensi market (Eugene F. Fama [1970] dan Jogianto [2005]), yang menyatakan bahwa mikroekonomi (fundamental perusahaan) berpengaruh signifikan terhadap pasar modal, atau bahkan mungkin mendukung teori “kontes kecantikan” Keynes yang menyatakan bahwa karena investor pasar saham akan menjual sahamnya kepada pihak lain, mereka tertarik pada penilaian pihak lain terhadap perusahaan daripada sesungguhnya nilai perusahaan. Namun juga, yang perlu diperhatikan di sini bahwa terkait dengan teori hipotesis efisiensi market yang secara teoritis bertentangan dengan teori “kontes kecantikan” Keynes adalah bahwa terkait dengan penggunaan informasi yang ada, tidak hanya terkait dengan variabel mikroekonomi (fundamental perusahaan) walaupun memang pembahasannya diidentikkan dengan variabel tersebut.

## 8. Pengaruh Mikroekonomi Terhadap Resiko Sistemik (*Beta*) Saham Konvensional

**Tabel 6.13 Pengaruh Mikroekonomi Terhadap Resiko Sistemik (*Beta*) Saham Konvensional**

Pengujian	Variabel Mikroekonomi			
	Likuiditas	Profitabilitas	Leverage	Aktivitas
Koefisien Korelasi	0,976	- 0,008	0,643	1,177
Signifikansi (Sig. = 0,034)	0,017	0,771	0,580	0,253
t-statistic	2,451	-0,293	0,556	1,153
<b>Keterangan:</b> F-statistic = 2,768; R (R Square) = 0,377 (0,142); Adjusted R Square = 0,091				

Persamaan:

$$BETA = 5,795 + 0,976LIKUID - 0,008PROFIT + 0,643LEVERG + 1,177AKTV$$

Berdasarkan tabel 6.13 tersebut, besarnya *Adjusted R Square* adalah 0,091; hal ini berarti 9,1% variasi resiko sistemik (*beta*) dapat dijelaskan oleh variasi dari ke empat variabel mikroekonomi (independen) likuiditas, profitabilitas, *leverage*, dan aktivitas. Sedangkan sisanya 90,9% dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain di luar model.

Dari uji ANOVA atau *F test* (pengujian regresi linier berganda) didapat nilai *F* hitung sebesar 2,768 dengan probabilitas 0,034. Karena probabilitas lebih kecil dari 0,05; maka model regresi dapat digunakan untuk memprediksi resiko sistemik (*beta*) atau dapat dikatakan bahwa likuiditas, profitabilitas, *leverage*, dan aktivitas secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap resiko sistemik (*beta*). Pada pengujian regresi parsial dengan *t test* menunjukkan bahwa profitabilitas, *leverage*,

dan aktivitas berpengaruh tidak signifikan pada tingkat 5%, sedangkan likuiditas berpengaruh signifikan pada tingkat 5%.

Hasil pengujian ini mendukung hipotesis (H4B) (Variabel Mikroekonomi [rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio *leverage*, dan rasio profitabilitas] berpengaruh signifikan terhadap terhadap resiko sistematis (*beta*) saham syariah). Berdasarkan pengujian ini dapat disimpulkan berdasarkan pada kajian teoritis sebelumnya bahwa hal ini konsisten dengan pendapat J.M. Hurst (1970) dan teori hipotesis efisiensi market (Eugene F. Fama [1970] dan Jogianto [2005]), yang menyatakan bahwa mikroekonomi (fundamental perusahaan) berpengaruh terhadap pasar modal.

## 9. Pengaruh Makroekonomi Terhadap *Return* Saham Konvensional

**Tabel 6.14 Pengaruh Makroekonomi Terhadap *Return* Saham Konvensional**

Pengujian	Variabel Makroekonomi		
	SBI	INFLASI	GROWTH
Koefisien Korelasi	0,914	- 0,230	3,782
Signifikansi (Sig. = 0,000)	0,000	0,000	0,000
t-statistic	5,157	-5,053	4,997
<b>Keterangan:</b> F-statistic = 8,939; R (R Square) = 0,532 (0,283); Adjusted R Square = 0,251			

Persamaan:

$$RETURN = -30,994 + 0,914SBI - 0,230INFLASI + 3,782GROWTH$$

Berdasarkan tabel 6.14 tersebut, besarnya *Adjusted R Square* adalah 0,251; hal ini berarti 25,1% variasi *return* dapat dijelaskan oleh variasi dari ke tiga variabel makroekonomi (independen) variabel tingkat SBI, tingkat inflasi, pertumbuhan ekonomi.<sup>6</sup> Sedangkan sisanya 74,9% dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain di luar model.

Dari uji ANOVA atau *F test* (pengujian regresi linier berganda) didapat nilai *F* hitung sebesar 8,939 dengan probabilitas 0,000. Karena probabilitas lebih kecil dari 0,05; maka model regresi dapat digunakan untuk memprediksi *return* atau dapat dikatakan bahwa tingkat SBI, perubahan nilai kurs, dan pertumbuhan ekonomi secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *return*. Pada pengujian regresi parsial dengan *t test* menunjukkan bahwa tingkat SBI, tingkat inflasi, dan pertumbuhan ekonomi berpengaruh signifikan pada tingkat 5%.

Hasil pengujian ini mendukung hipotesis (H5A) (Variabel Makroekonomi [tingkat SBI, perubahan nilai kurs, dan pertumbuhan ekonomi] berpengaruh signifikan terhadap terhadap *return* saham). Berdasarkan pengujian ini dapat disimpulkan berdasarkan kajian empirik dan teoritis sebelumnya konsisten dengan Chen, Roll, dan Ross (1986) khususnya mengenai *Arbitrage Pricing Theory* (APT), pendapat Prasetiantono (1998), serta Mishkin (2008), yang menyatakan bahwa makroekonomi berpengaruh terhadap pasar modal.

---

<sup>6</sup>Perubahan nilai kurs tidak dimasukkan ke dalam model karena memiliki nilai *tolerance* 0 (lihat pengujian asumsi klasik sebelumnya, pada uji multikolinieritas)

## 10. Pengaruh Makroekonomi Terhadap Resiko Sistemik (*Beta*) Saham Konvensional

**Tabel 6.15 Pengaruh Makroekonomi Terhadap Resiko Sistemik (*Beta*) Saham Konvensional**

Pengujian	Variabel Makroekonomi		
	SBI	INFLASI	GROWTH
Koefisien Korelasi	- 1,130	0,303	- 5,870
Signifikansi (Sig. = 0,480)	0,343	0,322	0,249
t-statistic	-0,956	0,997	-1,162
<b>Keterangan:</b> F-statistic = 0,834; R (R Square) = 0,188 (0,036); Adjusted R Square = -0,007			

Persamaan:

$$BETA = 53,303 - 1,130SBI + 0,303INFLASI - 5,870GROWTH$$

Berdasarkan tabel 6.15 tersebut, besarnya *Adjusted R Square* adalah -0,007; hal ini berarti variasi resiko sistemik (*beta*) tidak dapat dijelaskan oleh variasi dari ke tiga variabel makroekonomi (independen) variabel tingkat SBI, tingkat inflasi, pertumbuhan ekonomi.<sup>7</sup>

Dari uji ANOVA atau *F test* (pengujian regresi linier berganda) didapat nilai F hitung sebesar 0,834 dengan probabilitas 0,480. Karena probabilitas lebih besar dari 0,05; maka model regresi tidak dapat digunakan untuk memprediksi resiko sistemik

<sup>7</sup>Menurut Gujarati jika dalam uji statistik didapati nilai adjusted R square negatif, maka nilai adjusted R square dianggap bernilai 0 (lihat Gujarati, Damodar N., 2004. *Basic Econometric*. New York: McGraw-Hill Companies)

(*beta*) atau dapat dikatakan bahwa tingkat SBI, tingkat inflasi, dan pertumbuhan ekonomi secara bersama-sama berpengaruh tidak signifikan terhadap resiko sistematis (*beta*). Pada pengujian regresi parsial dengan *t test* menunjukkan bahwa tingkat SBI, tingkat inflasi, dan pertumbuhan ekonomi berpengaruh tidak signifikan pada tingkat 5%.

Hasil pengujian ini tidak mendukung hipotesis (H5B) (Variabel Makroekonomi [tingkat SBI, tingkat inflasi, dan pertumbuhan ekonomi] berpengaruh tidak signifikan terhadap resiko sistematis (*beta*) saham konvensional). Berdasarkan pengujian ini dapat disimpulkan berdasarkan kajian empirik dan teoritis sebelumnya bahwa hal ini tidak konsisten dengan Chen, Roll, dan Ross (1986) khususnya mengenai *Arbitrage Pricing Theory* (APT) yang menyatakan bahwa makroekonomi berpengaruh signifikan terhadap pasar modal. Hasil ini juga menunjukkan terdapat perbedaan antara *return* dan resiko sistematis (*beta*) bila diregres dengan makroekonomi, yang secara teoritis seharusnya terdapat *trade-off* antara *return* dan resiko sistematis (*beta*).

## 11. Pengaruh Mikro dan Makroekonomi Terhadap *Return* Saham Konvensional

Tabel 6.16 Pengaruh Mikro dan Makroekonomi Terhadap *Return* Saham Konvensional

Penguujian	Variabel Mikroekonomi dan Makroekonomi						
	Likuiditas	Profitabilitas	Leverage	Aktivitas	SBI	INFLASI	GROWTH
Koefisien Korelasi	0,093	0,001	-0,150	0,053	0,896	-0,226	3,752
Signifikansi (Sig. = 0,001)	0,157	0,903	0,422	0,749	0,000	0,000	0,000
t-statistic	1,434	0,122	-0,807	0,322	4,492	-4,841	4,829
<b>Keterangan:</b> F-statistic = 4,144; R (R Square) = 0,558 (0,312); Adjusted R Square = 0,237							

Persamaan:

$$RETURN = -30,730 + 0,093LIKUID + 0,001PROFIT - 0,150LEVERG + 0,053AKTIV + 0,896SBI - 0,226INFLASI + 3,752GROWTH$$

Berdasarkan tabel 6.16 tersebut, besarnya *Adjusted R Square* adalah 0,237; hal ini berarti 23,7% variasi *return* dapat dijelaskan oleh variasi dari keempat variabel mikroekonomi dan ketiga makroekonomi (independen) variabel likuiditas, profitabilitas, *leverage*, aktivitas, tingkat SBI, tingkat inflasi, dan pertumbuhan ekonomi.<sup>8</sup> Sedangkan sisanya 76,3% dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain di luar model.

<sup>8</sup>Perubahan nilai kurs tidak dimasukkan ke dalam model karena memiliki nilai *tolerance* 0 (lihat pengujian asumsi klasik sebelumnya, pada uji multikolinieritas).

Dari uji ANOVA atau *F test* (pengujian regresi linier berganda) didapat nilai *F* hitung sebesar 4,144 dengan probabilitas 0,001. Karena probabilitas lebih kecil dari 0,05; maka model regresi dapat digunakan untuk memprediksi *return* atau dapat dikatakan bahwa variabel likuiditas, profitabilitas, *leverage*, aktivitas, tingkat SBI, tingkat inflasi, dan pertumbuhan ekonomi secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *return*. Pada pengujian regresi parsial dengan *t test* menunjukkan bahwa variabel likuiditas, profitabilitas, *leverage*, dan aktivitas berpengaruh tidak signifikan pada tingkat 5%, sedangkan tingkat SBI, tingkat inflasi, dan pertumbuhan ekonomi berpengaruh signifikan pada tingkat 5%.

Hasil pengujian ini mendukung hipotesis (H6A) (Variabel Mikroekonomi [rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio *leverage*, dan rasio profitabilitas] dan Variabel Makroekonomi [tingkat SBI, tingkat inflasi, dan pertumbuhan ekonomi] berpengaruh signifikan terhadap *return* saham konvensional). Berdasarkan pengujian ini dapat disimpulkan berdasarkan kajian teoritis sebelumnya bahwa hal ini konsisten dengan teori hipotesis efisiensi market (Eugene F. Fama [1970] dan Jogianto [2005]), yang menyatakan bahwa harga sekuritas secara akurat mencerminkan informasi yang ada (walaupun tidak tersirat disebutkan mikroekonomi (fundamental perusahaan) dan makroekonomi, bahkan cenderung memfokuskan pada mikroekonomi).

## 12. Pengaruh Mikro dan Makroekonomi Terhadap Resiko Sistematis (*Beta*) Saham Konvensional

Tabel 6.17 Pengaruh Mikro dan Makroekonomi Terhadap Resiko Sistematis (*Beta*) Saham Konvensional

Penguujian	Variabel Mikroekonomi dan Makroekonomi					
	Likuiditas	Profitabilitas	Leverage	Aktivitas	SBI	INFLASI
Koefisien Korelasi	0,916	-0,003	0,735	1,017	-1,186	0,301
Signifikansi (Sig. = 0,102)	0,030	0,921	0,534	0,334	0,308	0,314
t-statistic	2,216	-0,100	0,626	0,974	-1,028	1,015
<b>Keterangan:</b> F-statistic = 1,802; R (R Square) = 0,406 (0,165); Adjusted R Square = 0,073						

Persamaan:

$$BETA = 50,787 + 0,916LIKUID - 0,003PROFIT + 0,735LEVERG + 1,017AKTIV - 1,186SBI + 0,301INFLASI - 5,690GROWTH$$

Berdasarkan tabel 6.17 tersebut, besarnya *Adjusted R Square* adalah 0,073; hal ini berarti 7,3% variasi resiko sistematis (*beta*) dapat dijelaskan oleh variasi dari keempat variabel mikroekonomi dan ketiga makroekonomi (independen) variabel likuiditas, profitabilitas, *leverage*, aktivitas, tingkat SBI, tingkat inflasi, dan pertumbuhan ekonomi. Sedangkan sisanya 92,7% dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain di luar model.

Dari uji ANOVA atau *F test* (pengujian regresi linier berganda) didapat nilai *F* hitung sebesar 1,802 dengan probabilitas 0,102. Karena probabilitas lebih besar dari 0,05; maka model regresi tidak dapat digunakan untuk memprediksi resiko sistematis (*beta*) atau dapat dikatakan bahwa variabel likuiditas, profitabilitas, *leverage*, aktivitas, tingkat SBI, tingkat inflasi, dan pertumbuhan ekonomi secara bersama-sama berpengaruh tidak signifikan terhadap resiko sistematis (*beta*). Pada pengujian regresi parsial dengan *t test* menunjukkan bahwa variabel profitabilitas, *leverage*, aktivitas, tingkat SBI, perubahan nilai kurs, dan pertumbuhan ekonomi berpengaruh tidak signifikan pada tingkat 5%, sedangkan variabel likuiditas berpengaruh signifikan pada tingkat 5%.

Hasil pengujian ini tidak mendukung hipotesis (H6B) (Variabel Mikroekonomi [rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio *leverage*, dan rasio profitabilitas] dan Variabel Makroekonomi [tingkat SBI, inflasi, dan pertumbuhan ekonomi] tidak berpengaruh signifikan terhadap terhadap resiko sistematis (*beta*) saham konvensional). Berdasarkan pengujian ini dapat disimpulkan kajian teoritis sebelumnya bahwa hal ini juga tidak konsisten dengan teori hipotesis efisiensi market (Eugene F. Fama [1970] dan Jogianto [2005]), yang menyatakan bahwa harga sekuritas secara akurat mencerminkan informasi yang ada (walaupun tidak tersirat disebutkan mikroekonomi [fundamental perusahaan] dan makroekonomi, bahkan cenderung memfokuskan pada mikroekonomi). Hasil ini juga menunjukkan terdapat perbedaan antara *return* dan resiko sistematis (*beta*) bila diregres dengan mikro dan

makroekonomi, yang secara teoritis seharusnya terdapat *trade-off* antara *return* dan resiko sistematis (*beta*).

### 13. Perbedaan Pengaruh Mikro dan Makroekonomi Terhadap Pasar Modal Syariah dan Pasar Modal Konvensional

**Tabel 6.18 Perbedaan Pengaruh Mikro dan Makroekonomi Terhadap Pasar Modal Syariah dan Pasar Modal Konvensional**

Uji Statistik	A. Pasar Modal Syariah	B. Pasar Modal Konvensional	Perbandingan
<b>Pengaruh mikroekonomi terhadap <i>return</i> pasar modal</b>			
Adjusted R Square	0,122	-0,005	A > B
Probabilitas (Sig.)	0,387	0,465	A > B
F Test	1,072	0,907	A > B
<b>Pengaruh mikroekonomi terhadap resiko sistematis (<i>beta</i>) pasar modal</b>			
Adjusted R Square	0,059	0,091	A < B
Probabilitas (Sig.)	0,214	0,034	A < B
F Test	1,544	2,768	A < B
<b>Pengaruh makroekonomi terhadap <i>return</i> pasar modal</b>			
Adjusted R Square	0,483	0,283	A > B
Probabilitas (Sig.)	0,000	0,000	A = B
F Test	11,919	8,939	A > B
<b>Pengaruh makroekonomi terhadap resiko sistematis (<i>beta</i>) pasar modal</b>			
Adjusted R Square	-0,024	-0,007	A < B
Probabilitas (Sig.)	0,546	0,480	A < B
F Test	0,722	0,834	A < B
<b>Pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap <i>return</i> pasar modal</b>			
Adjusted R Square	0,477	0,237	A > B
Probabilitas (Sig.)	0,000	0,001	A > B
F Test	5,564	4,144	A > B
<b>Pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap resiko sistematis (<i>beta</i>) pasar modal</b>			
Adjusted R Square	0,064	0,073	A < B
Probabilitas (Sig.)	0,269	0,102	A < B
F Test	1,340	1,802	A < B

Berdasarkan tabel 6.18 perbedaan pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap *return* dan resiko sistematis (*beta*) pasar modal syariah dan pasar modal

konvensional belum dapat ambil kesimpulan terkait dengan hipotesis yang diajukan (H7), karena terjadi perbedaan hasil antara *return* dan resiko sistematis (*beta*) yang fenomena ini juga telah terlihat pada pembahasan sebelumnya.

Pada pengaruh mikroekonomi terhadap *return* pasar modal syariah dan pasar modal konvensional walaupun keduanya tidak berpengaruh signifikan pada tingkat 5%, namun jika dibandingkan pada pengujian statistik (*Adjusted R Square*, probabilitas, dan *F Test*) terlihat bahwa pengaruh mikroekonomi terhadap *return* pasar modal syariah lebih baik jika dibandingkan dengan pasar modal konvensional. Sedangkan pada pengaruh mikroekonomi terhadap resiko sistematis (*beta*) pasar modal syariah dan pasar modal konvensional, jika dibandingkan pada pengujian statistik (*Adjusted R Square*, probabilitas, dan *F Test*) terlihat bahwa pengaruh mikroekonomi terhadap resiko sistematis (*beta*) pasar modal konvensional lebih baik jika dibandingkan dengan pasar modal syariah.

Pada pengaruh makroekonomi terhadap *return* pasar modal syariah dan pasar modal konvensional, jika dibandingkan pada pengujian statistik (*Adjusted R Square*, probabilitas, dan *F Test*) terlihat bahwa pengaruh makroekonomi terhadap *return* pasar modal syariah lebih baik jika dibandingkan dengan pasar modal konvensional. Sedangkan pada pengaruh makroekonomi terhadap resiko sistematis (*beta*) pasar modal syariah dan pasar modal konvensional walaupun keduanya tidak berpengaruh signifikan pada tingkat 5%, jika dibandingkan pada pengujian statistik (*Adjusted R Square*, probabilitas, dan *F Test*) terlihat bahwa pengaruh makroekonomi terhadap

resiko sistematis (*beta*) pasar modal konvensional lebih baik jika dibandingkan dengan pasar modal syariah.

Pada pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap *return* pasar modal syariah dan pasar modal konvensional, jika dibandingkan pada pengujian statistik (*Adjusted R Square*, probabilitas, dan *F Test*) terlihat bahwa pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap *return* pasar modal syariah lebih baik jika dibandingkan dengan pasar modal konvensional, hal ini konsisten dengan pendapat Syafiq M. Hanafi (2006). Sedangkan pada pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap resiko sistematis (*beta*) pasar modal syariah dan pasar modal konvensional, jika dibandingkan pada pengujian statistik (*Adjusted R Square*, probabilitas, dan *F Test*) terlihat bahwa pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap resiko sistematis (*beta*) pasar modal konvensional lebih baik jika dibandingkan dengan pasar modal syariah.



## D. Analisis Kualitatif terhadap Praktik Spekulasi di Pasar Modal (Pendekatan Postpositivistik-Rasionalistik)

### 1. Analisis Praktik Spekulasi

Berdasarkan penjelasan pada bab sebelumnya,<sup>9</sup> terkait dengan perbedaan antara investasi dan spekulasi, ditentukan oleh bagaimana mereka mendapatkan, memanfaatkan, dan berperilaku terhadap informasi. Spekulasi didefinisikan sebagai transaksi bisnis (pembelian atau penjualan benda, efek, dsb.) yang dilakukan untuk

<sup>9</sup> Lihat pada bab IV pada sub bab Spekulasi di Pasar Modal (Perspektif Ekonomi dan Islam).

memetik keuntungan secepat mungkin dengan memanfaatkan perubahan harga. Investor mendasari keputusan investasinya pada informasi yang terpercaya tentang faktor-faktor fundamental perusahaan itu sendiri dan ekonomi melalui kajian yang komperhensif. Kegiatan investor ini disebut *rational speculation*. Para spekulan rasional ini sesungguhnya mendorong terciptanya akumulasi kapital yang mendorong perekonomian secara makro, karena investasi setiap orang didasari pada pencapaian performa perusahaan. Perusahaan yang telah listing di pasar modal dituntut efisien, *profitable*, dan prospektif jika ingin menarik hati investor di pasar modal.

Berlawanan dengan kelompok investor di atas adalah mereka yang disebut *blind speculation*. Investor-investor buta yang menimbulkan gejala-gejala negatif di pasar modal dan perekonomian, seperti perjudian, *short selling*, *insider trading*, sampai dengan isu yang kita kenal dengan istilah “saham goreng-gorengan”<sup>10</sup>.

Informasi mengenai kinerja perusahaan yang dilihat dari rasio keuangannya sangat menentukan pergerakan harga/*return* saham (hipotesis efisiensi pasar). Semakin adil (*fair*) suatu informasi (*symmetric information*), semakin sulit seorang melakukan spekulasi. Sebaliknya, semakin tidak adil suatu informasi (*asymmetric information*), peluang untuk berspekulasi semakin terbuka. Informasi yang adil akan

---

<sup>10</sup> Saham goreng-gorengan adalah semacam konspirasi dari sekelompok investor yang dalam istilah prokemnya, disebut “bandar”. Mereka telah menghimpun dana bersekongkol untuk membeli saham tertentu, pada hari tertentu, jam tertentu, serta menit tertentu pula. Umumnya saham yang dijadikan sasaran adalah saham yang bukan tergolong *blue chips*, sehingga akan lebih mudah mempengaruhi harganya karena nilai kapitalisasi pasar yang tidak terlalu tinggi. (lihat Media Akuntansi, Edisi 56/Tahun XII/September 2006)

membuat pasar bergerak sesuai dengan kondisi ekonomi yang sebenarnya baik mikro maupun makroekonomi.

Ketersediaan informasi yang adil tersebut akan menciptakan pasar modal yang sehat sebagai sarana yang baik untuk mendapatkan dana yang murah bagi emiten dan sarana investasi yang likuid serta menguntungkan bagi semua pelaku pasar. Dengan demikian, kondisi pasar modal tersebut mencerminkan kondisi ekonomi sebenarnya baik mikro maupun makroekonomi. Perusahaan yang benar-benar memiliki kinerja yang baik akan memiliki harga sekuritas yang tinggi. Sebaliknya, perusahaan yang kinerjanya buruk, harga sekuritasnya akan ditawar rendah dan atau sama sekali tidak diminati investor.

Menurut salah seorang pakar pasar modal Islam Saad al Harran, menyatakan bahwa,



*Islam is not against speculation if it is made by genuine investors who have worked hard and analysed the macro-and micro-economic and financial fundamentals, and therefore have the right to speculate once the environment at the stock exchange is conducive to do so. On the contrary, what Islam is against is insider trading and the role of rumours, whose main interests are to manipulate the market and force their counterparts (the genuine investors) to sell of their shares at lower prices; Islam categorically condemns that, because such actions will undoubtedly bring harm to others and to the society as a whole.<sup>11</sup>*

(“Islam tidak menentang adanya spekulasi apabila hal itu dibuat oleh investor ‘asli’ yang telah bekerja keras dan menganalisa mikro dan makroekonomi serta dasar-dasar keuangan. Oleh sebab itu, mereka mempunyai hak untuk berspekulasi pada suatu kondisi ketika bursa saham sangat kondusif. Sebaliknya, apa yang sebenarnya ditentang oleh Islam adalah perdagangan orang dalam (*insider trading*) dan peran rumor, yang kepentingan utamanya adalah untuk memanipulasi pasar dan memaksa pesaingnya (investor ‘asli’) untuk menjual saham mereka dengan harga yang lebih rendah.”)

---

<sup>11</sup> Al Harran, Saad. *The Islamic Stock Exchange*. <http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/The%20Islamic%20Stock%20Exchange.files/filelist.xml> ><title>Title: The Islamic Stock Exchange, didownload tanggal 14 Maret 2010. Lihat juga Warde, Ibrahim, 2009. *op. cit.* hal. 377

Pandangan al Harran bahwa investor memiliki hak untuk berspekulasi pada suatu kondisi ketika bursa saham sangat kondusif senada dengan pandangan Keynes (1936) dan Samuelson & Nordhaus (1992) sebelumnya. Bahkan El-Ashkar (1995) berpendapat meskipun spekulasi sering disalahkan sebagai akibat volatilitas harga saham, namun pada tingkat yang wajar spekulasi masih dibutuhkan dalam sebuah pasar modal Islam,

*Through speculation is often blamed for the volatility of share prices, the paper contends that a reasonable degree of speculation is still required in an Islamic stock exchange.<sup>12</sup>*

Argumentasi El-Ashkari (1995) tersebut didasarkan beberapa pertimbangan mengenai spekulasi di pasar modal Islam, sebagai berikut:

- a) Semua investor, atau setidaknya sebagian besar dari mereka, dapat dikatakan sebagai spekulator. Mereka membeli efek dengan harapan bahwa harganya akan naik di masa yang akan datang dan akan mendapatkan *capital gains*. Mereka akan benar-benar dikataknaif jika mereka tidak melakukan itu. Bahkan bagi mereka yang tidak menjual ketika harga naik, mereka menahan diri dari menjual dengan harapan bahwa harga akan bergerak naik lebih jauh. Apakah mereka mengetahui bahwa harga akan jatuh mereka akan bertindak berbeda. Ini sah sekali. Tujuan dari investor adalah memaksimalkan kepemilikan mereka bahkan jika tidak segera mendapatkan *capital gains*.

---

<sup>12</sup> El-Ashkar, Ahmad Abdel Fattah, (1995). *"Towards An Islamic Stock Exchange In A Transitional Stage"*. Jeddah: IRTI, IDB

Perbedaan antara spekulator dan investor lainnya adalah bahwa walaupun terlebih dahulu membeli dan menjual dalam sebuah waktu yang sangat singkat yang terakhir memakan waktu yang panjang untuk melakukannya.

- b) Spekulasi hampir tidak dapat dilihat sebagai *game of chance*. Keputusan yang diambil dalam spekulasi adalah bukan dari hasil permainan kartu atau dadu. Sebaliknya, didasarkan pada analisis data (*the large data*) yang mencakup beberapa faktor: ekonomi, keuangan, politik, pemerintah, profil manajemen, dan status perusahaan (*work force*) pada tingkat nasional dan internasional. Ini membutuhkan banyak kerja, pengetahuan, dan keahlian. Proses ini juga memerlukan kemampuan yang tinggi untuk membaca hasil produksi dan dengan benar menginterpretasikan berbagai tanda-tanda (*signals*). Ini membutuhkan kepercayaan dan kompetensi.
- c) Keliru jika spekulasi disamakan dengan *gambling* (judi). Ini tidak perlu terjadi. Dari definisi spekulasi<sup>13</sup>, dapat dilihat bahwa spekulasi menggunakan banyak perhitungan yang dengan jelas berdasarkan teknik perhitungan harian hampir tidak dapat menjadi *a game of chance*. Ini adalah proses yang bergantung pada analisis dari banyak data ekonomi dan keuangan, laporan keuangan perusahaan, keputusan politik, informasi mengenai skill dan bakat manajemen seperti profil personal dari pembuat keputusan. Semua informasi tersebut dianalisis sebelum keputusan untuk membeli atau menjual saham diambil,

---

<sup>13</sup> Definisi spekulasi El-Ashkar dalam jurnalnya secara substansi sama dengan yang digunakan penulis dalam penelitian ini yaitu "*the practice of buying or selling with the motive of then selling and buying and thus making a profit.*"

sebuah hal yang membutuhkan pengetahuan dan skill yang banyak. Namun gagasan menyamakan spekulasi dengan dengan *gamling* adalah sebuah kesalahpahaman yang diwarisi masa lalu ketika spekulasi sebagai sebuah dugaan personal dibandingkan dengan sebuah perhitungan yang sangat hati-hati. Tidak dapat juga pertukaran saham disamakan dengan perjudian kasino. Ini adalah sebuah pasar lengkap dimana sangat sedikit, jika terjadi, yang ada untuk *chance (game of chance)*.

- d) Point yang terkait adalah bahwa dengan cara sama mungkin disugesti pada saat ketiadaan informasi, spekulasi sangat dekat dengan *gamling* (judi) dan semakin berkurang informasi yang tersedia maka spekulasi lebih mengarah ke *gamling* (judi). Hal ini mungkin benar, tetapi belum tentu masalah ini terbatas pada spekulasi. Kurangnya informasi menjadi masalah bagi semua pengambil keputusan. Dalam ketiadaan informasi segala hal, spekulasi atau sebaliknya, menjadi tidak pasti dan setiap keputusan yang diambil dalam kegelapan menjadi irrasional. Dalam keadaan seperti ini, banyak yang akan menderita sebagai akibat dari kurangnya informasi yang realibel (dapat dipercaya): pemerintah, para pengusaha, broker, investor, dan sejumlah pembuat keputusan lainnya. Masalah kurangnya informasi tidak hanya terbatas pada spekulasi. Untuk mengatakan bahwa ketiadaan informasi yang mengarah spekulasi mendekati *gamling* (judi) adalah kesamaan dengan banyak kegiatan lainnya dalam pengambilan keputusan. Ini hanya untuk menekankan

pentingnya informasi yang realibel tidak hanya untuk spekulasi tetapi secara umum untuk pengambilan keputusan.

- e) Perbedaan antara spekulasi dan *najsy* (penawaran palsu) harus juga dibuat jelas. Dalam *najsy*, sebuah transaksi dalam prosesnya disimpulkan oleh kedua pihak penjual dan pembeli, pihak ketiga turut campur dengan maksud meningkatkan harga untuk pembeli. Hal ini dilarang dalam Islam sebagaimana tercantum dalam *sunnah*. Sementara itu, penjualan lelang tidak dilarang. Dalam penjualan lelang, sekelompok pembeli bersaing untuk pembelian suatu objek yang akhirnya dijual kepada penawar tertinggi. Walaupun perbedaannya sangat tipis antara *najsy* dan lelang: pembeli kedua (pihak ketiga) dalam *najsy* bukanlah pembeli asli tetapi dia ada hanya untuk meningkatkan harga tanpa niat untuk membeli. Kasus pembeli dalam lelang berbeda. Mereka semua pembeli dengan niat penuh menyimpulkan transaksi. Ini mengapa *najsy* dilarang sementara lelang tidak. Dalam spekulasi, speculator, bukan pembeli-*najsy*, mereka memiliki niat penuh dan kesiapan untuk menyimpulkan transaksi dan menanggung konsekuensinya. Cukup menarik, tidak pula para spekulator persis para pembeli lelang. Mereka tidak melanggar setiap tawaran dalam kompetisi untuk membeli sekuritas. Dalam teori bahkan mereka tidak tahu apakah orang lain membeli dan jika demikian berapa banyak. Yang mereka ketahui adalah harga saham di pasar yang disampaikan kepada mereka oleh pialang dan dipengaruhi oleh kekuatan permintaan dan penawaran. Tetapi jika ada sekelompok orang bertindak

secara eksplisit diam-diam sedemikian rupa untuk menciptakan beberapa kondisi di pasar dengan maksud untuk menipu masyarakat umum dan dengan cara tersebut mempengaruhi harga bertentangan dengan kepentingan pasar, ini akan dianggap tergolong *najsy*. Peraturan dapat diperkenankan melalui pengawasan *Hisbah* untuk mengantisipasi kegiatan buatan ini.

- f) Dalam spekulasi kesepakatan jelas, sehingga tidak dapat dikatakan *gharar*. Masing-masing pihak jelas mengenai, kuantitas, spesifikasi, harga, waktu, dan tempat pengiriman objek. Selain itu, objek transaksi, yang merupakan pembelian efek, tersedia di pasar pada saat transaksi dan terkait ketersediaan pada saat pengiriman.
- g) Spekulasi dapat membantu menstabilkan harga. Pada saat harga saham sekuritas mungkin secara buatan bergerak naik atau turun, spekulator yang mempunyai kemampuan untuk menilai dan menghitung benar apa yang dapat dipandang sebagai nilai riil sekuritas dapat bertindak dengan sebuah cara yang dapat mengimbangi dampak gerakan buatan tersebut. Cara lain, spekulator dapat membangun apa yang dianggap sebagai tinggi rendahnya tingkat harga sekuritas. Dalam tingkat ini harga mungkin bergejolak karena kekuatan pasar jangka pendek tetapi mereka tidak akan diperkenankan menggerakkan di bawah atau di atas tingkat maksimum atau minimum yang ditetapkan. Jika mereka melakukannya, spekulator akan bergerak untuk membeli ketika harga menjadi lebih rendah daripada mereka harus, atau menjual ketika mereka mendapatkan lebih tinggi daripada seharusnya. Mereka lebih mampu

diabdingkan lainnya untuk melakukan hal tersebut karena mereka ahli di lapangan. Dengan demikian, ini membantu menstabilkan harga.

- h) Spekulasi dapat membantu mengaktifkan pasar. Pada saat ketika pasar lemah, dengan banyak investor kecil ingin membeli atau menjual, spekulator dapat masuk pasar membeli dan menjual sekuritas. Hal ini dapat membantu mengaktifkan pasar.

Pada kajian hukum Islam terkait dengan spekulasi pada bab sebelumnya,<sup>14</sup> penulis menyimpulkan, ketika keputusan investor tidak berdasarkan analisis mengenai mikro dan makroekonomi atau dapat dikatakan *game of chance*, maka dapat dikatakan ini tergolong spekulasi yang dalam hukum Islam disebut *maisir* atau *gambling* (judi). Sedangkan ketika keputusan investor melebihi informasi mikro dan makroekonomi sehingga terjadi *asymmetric information* dan atau terjadi *insider trading*<sup>15</sup>, maka ini juga tergolong spekulasi yang dalam hukum Islam disebut *gharar* atau *jahala*.

Pandangan mengenai pengujian *insider trading* dalam hubungannya dengan informasi yang tersedia adalah penelitian yang dilakukan oleh Giovani dan Palmon (1985). Keduanya melakukan pengujian cerdas dengan mengkorelasikan kegiatan *insider* dengan informasi yang diumumkan setelahnya untuk mengetahui apakah

<sup>14</sup> Lihat pada bab IV pada sub bab Spekulasi di Pasar Modal (Perspektif Ekonomi dan Islam).

<sup>15</sup> *Insider trading* merupakan perdagangan sekuritas yang dilakukan oleh *coporate insider*. *corporate insider* adalah pejabat perusahaan, manajemennya, direksinya, atau pemegang saham mayoritasnya yang mempunyai informasi privat. Larangan *insider trading* telah tercantum dalam fatwa DSN No.: 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal.

*insider* menggunakan informasi tersebut dalam perdagangannya. Hasilnya menunjukkan bahwa ternyata tidak ada hubungan antara *insider trading* dengan pengumuman tersebut.<sup>16</sup>

Pada penelitian ini, penulis mengambil kesimpulan berdasarkan pertimbangan beberapa pakar dan ulama, khususnya pandangan al Harran, Keynes, Samuelson & Nordhaus, El-Ashkar, dan ditambahkan oleh hasil penelitian Giovani dan Palmon, serta dalam perspektif hukum Islam tersebut yang juga penulis jadikan *grand concepts* (untuk pendekatan postpositivistik-rasionalistik), bahwa spekulasi dalam pengertian yang bertentangan dengan Islam (dilarang) adalah suatu bentuk keputusan investasi yang tidak didasarkan pada analisa mikro dan makroekonomi atau bisa dikatakan ‘*game of chance*’ bukan ‘*game of skill*’. Sehingga indikatornya terkait dengan penelitian ini adalah **spekulasi yang dilarang** terjadi jika tidak ada pengaruh yang signifikan antara mikro dan makroekonomi terhadap pasar modal baik syariah dan pasar modal konvensional.

Berdasarkan hasil uji statistik sebelumnya diperoleh hasil bahwa mikro dan makroekonomi berpengaruh signifikan terhadap *return* pasar modal syariah (Sig. = 0,000), sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa tidak terjadi spekulasi yang dilarang pasar modal syariah. Hal yang sama juga terjadi pada pasar modal konvensional, bahwa mikro dan makroekonomi berpengaruh signifikan terhadap

---

<sup>16</sup> Dalam Hartono, Jogiyanto, 2003. Teori Portofolio dan Analisis Investasi, Edisi III. Yogyakarta: BPF. hal. 430

*return* pasar modal konvensional (Sig. = 0,001), sehingga dapat diambil kesimpulan pula bahwa tidak terjadi spekulasi yang dilarang pasar modal konvensional.

Bila dibandingkan keduanya berdasarkan pembahasan sebelumnya, menunjukkan pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap *return* pasar modal syariah lebih baik jika dibandingkan dengan pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap pasar modal konvensional, sehingga dapat pula diambil kesimpulan pula bahwa pasar modal konvensional lebih rentan terhadap praktik spekulasi yang dilarang bila dibandingkan dengan pasar modal syariah.

Namun, yang perlu diwaspadai dari hasil pengujian statistik sebelumnya mengenai pengaruh mikroekonomi terhadap *return* saham diperoleh hasil baik pasar modal syariah maupun konvensional mikroekonomi tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hal ini menunjukkan bahwa baik pasar modal syariah maupun pasar modal konvensional masih rentan akan praktik spekulasi yang dilarang. Dari sudut pandang ekonomi, pernyataan Keynes pantas untuk diulang disini: “para spekulan tidak terlalu membahayakan layaknya gelembung di atas aliran stabil perusahaan. Namun, posisinya akan menjadi serius ketika perusahaan menjadi gelembung dalam pusran spekulasi.” Untuk mengantisipasi terjadinya praktik spekulasi yang dilarang ini pada pasar modal syariah penulis menawarkan untuk menetapkan harga saham tertinggi (HST) pada pasar modal syariah seperti yang telah dikembangkan oleh Metwally (1995), pada pembahasan selanjutnya di Bab ini.

Konsekuensi dari ini juga adalah menjadi tugas bagi seluruh *stakeholders* yang ada baik itu entitas perusahaan (manajemen perusahaan), investor, Bapepam-LK, Dewan Syariah Nasional (DSN)-MUI dan Dewan Pengawas Syariah (DPS) yang ada di pasar modal, para peneliti, manajer investasi atau reksadana, serta para pialang saham (broker) untuk mewujudkan pasar modal yang tidak hanya efisien dan efektif tetapi juga barokah. Bagi entitas perusahaan dibutuhkan kerja keras untuk meningkatkan kualitas fundamental perusahaan (mikroekonomi) serta kemampuan untuk menyajikan informasi tersebut kepada seluruh *stakeholders* terutama investor dengan murah dan mudah diakses. Bagi para investor dibutuhkan kedewasaan dan kecerdasan serta rasional dalam keputusan investasi di pasar modal berdasarkan seluruh informasi yang ada baik mikro maupun makroekonomi. Bagi Bapepam-LK beserta perangkat yang ada termasuk DPS untuk melakukan pengawasan terhadap transaksi saham yang ada terutama menyangkut identifikasi sejumlah kecil/ golongan yang mempengaruhi harga dari sekuritas, akses informasi yang sehat dan tidak menimbulkan kecurangan termasuk menetapkan harga saham tertinggi (HST) pada pasar modal syariah.

## **2. Penetapan Harga Saham Tertinggi (HST)**

Penetapan harga saham tertinggi merupakan bagian dari karakteristik struktur pasar modal syariah yang telah disampaikan pada pembahasan sebelumnya,

berdasarkan konsep yang dikembangkan oleh Metwally (1995). Penetapan ini bertujuan untuk mengantisipasi praktik spekulasi yang dilarang dan berbagai bentuk pelanggaran dalam perputaran saham di pasar modal seperti:

- 1) Mempengaruhi pengharapan dengan menyebarkan informasi yang salah, tidak jelas atau bias, dan tidak lengkap;
- 2) Membatasi penerbitan saham-saham baru; dan
- 3) Menciptakan rekayasa atau pasar palsu dengan penjualan pendek (*short selling*).

Jika praktik spekulasi yang dilarang tersebut dan atau salah satu dari praktik tersebut di atas terjadi, maka harga saham yang terjadi atau ditetapkan di pasar modal tidak akan sesuai dengan fundamental atau kinerja ekonomi perusahaan. Dengan kata lain pada pembahasan sebelumnya juga dikatakan tidak terjadi efisiensi di pasar modal.

Dalam pasar modal syariah, operasi pasar saham akan jauh berbeda berdasarkan konsep yang dikembangkan Metwally (1995), sebagai berikut:

- Hubungan permintaan akan saham dapat dinyatakan sebagai:

$$D = D(p)$$

Sedangkan hubungan penawaran dinyatakan dengan:

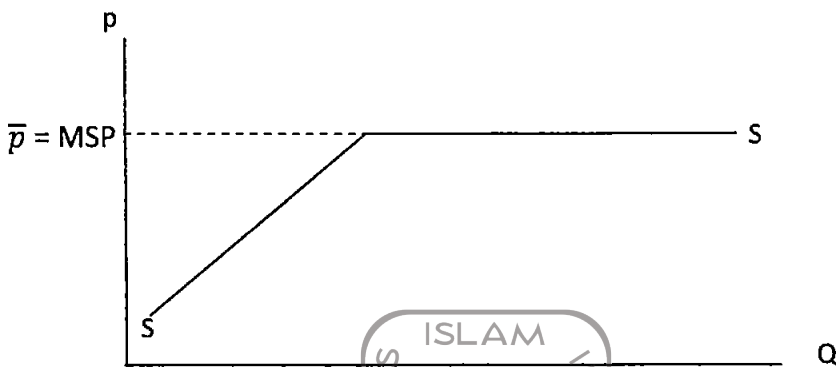
$$S = S(p, \bar{p})$$

Dimana:

$p$  = harga saham saat ini

$\bar{p}$  = HST (harga saham tertinggi)

- Untuk menguji operasi pasar modal syariah, akan diperlihatkan suatu konsep baru tentang kurva penawaran yang patah (*kinked supply curve*), sebagai berikut:



**Kurva 8.1 Penawaran saham di pasar modal syariah**

Bagian dari kurva yang elastis tidak terhingga menunjukkan bahwa  $p$  tidak akan dipengaruhi oleh jumlah penawaran. Dengan demikian para penjual tidak memperoleh keuntungan dari penjualan kembali (*with hoding sales*) karena mengharapkan bahwa akan ada kenaikan harga. Perolehan maksimum yang dapat diraih adalah  $\bar{p}$ .

Kurva *kinked supply* tersebut mempunyai dua implikasi ekonomi:

- 1) Adanya harga saham maksimum yang dapat diperoleh para penjual saham. Harga ini ialah  $\bar{p}$  yang merupakan pernapjangan dari bagian yang elastic tidak terhingga pada kurva SS. Harga maksimum ini

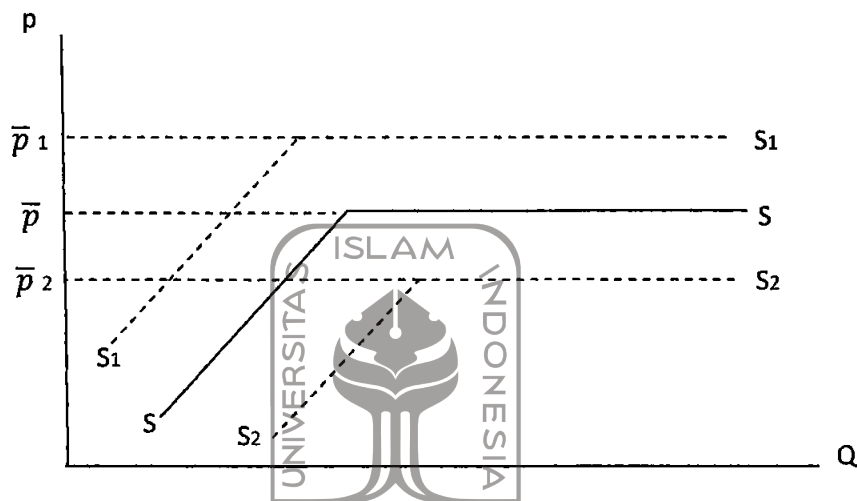
ditetapkan berdasarkan keseimbangan<sup>17</sup> dan dinyatakan oleh perusahaan pada setiap periode waktu tertentu. Ini berarti bahwa ada batas maksimum yang dapat diperoleh penjual dengan memainkan pasar, tanpa terkait dengan usaha mereka untuk mempengaruhi jumlah yang ditawarkan. Keadaan ini sendiri akan membatasi pengaruh spekulasi yang dilarang terhadap pasar modal syariah. Para penjual mengetahui bahwa perolehan maksimum mereka dibatasi oleh kinerja atau fundamental perusahaan mereka sendiri dan bukan oleh tekanan pasar dari luar.

- 2) Para penjual muslim, dapat menjual dengan harga kurang dari  $\bar{p}$  (HST), jika ingin mendapatkan likuiditas. Penawaran mereka ditentukan oleh porsi dari kurva SS ke sebelah kiri 'yang patah'.
- Yang membedakan pasar modal syariah dengan pasar modal konvensional ialah bahwa pada pasar modal syariah kinerja harga saham langsung, dan hampir sepenuhnya terkait dengan kinerja perusahaan yang bersangkutan. Oleh karena itu dapat dibedakan antara dua tipe pergeseran kurva permintaan saham pada pasar modal syariah:
    - 1) Pergeseran akibat kinerja perusahaan; dan
    - 2) Pergeseran akibat faktor-faktor lainnya seperti keinginan untuk memperoleh likuiditas atau perubahan portofolio.

---

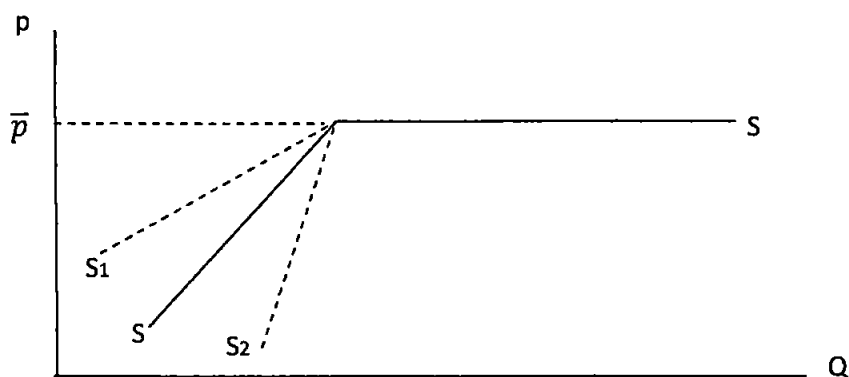
<sup>17</sup>  $HST = \frac{\text{jumlah kekayaan bersih perusahaan}}{\text{jumlah saham yang diterbitkan}}$

Pergeseran akibat kinerja perusahaan terjadi dalam rangka pergeseran kurva SS secara keseluruhan; ke atas (menunjukkan kurva kinerja perusahaan yang semakin baik) dan ke bawah (menunjukkan kinerja perusahaan yang kurang baik). Pergeseran ke atas, menunjukkan kenaikan  $\bar{p}$  (HST) sedangkan pergeseran ke bawah menunjukkan jatuhnya  $\bar{p}$  (HST), sebagai mana ditunjukkan oleh kurva berikut:



**Kurva 8.2 Pergeseran dalam penawaran saham karena perubahan kinerja saham yang menerbitkan**

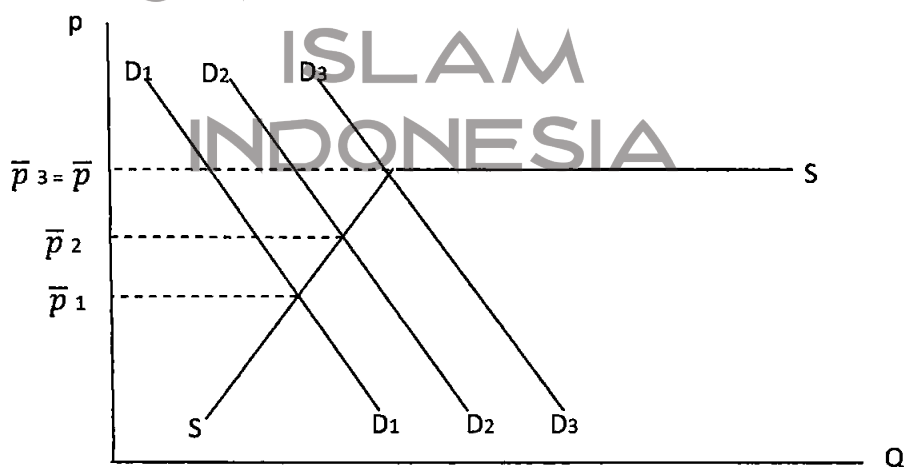
- Pergeseran kurva penawaran dikarenakan faktor-faktor lain, daripada kinerja perusahaan yang bersangkutan hanya dapat mempengaruhi porsi kekakuan, kurva SS yang terletak di sebelah kiri yang patah seperti terlihat pada kurva berikut:



**Kurva 8.3 Pergeseran dalam penawaran saham karena faktor-faktor selain kinerja perusahaan yang menerbitkan**

Oleh karena itu keinginan untuk mendapatkan likuiditas yang lebih akan menggeser kurva ke SS2 dan keinginan untuk memperoleh likuiditas yang lebih sedikit, (yaitu: peningkatan kecenderungan untuk menahan saham dalam jangka waktu lebih lama) akan menggeser kurva ke SS1. Pergeseran-pergeseran itu tidak mempengaruhi harga maksimum  $\bar{p}$ .

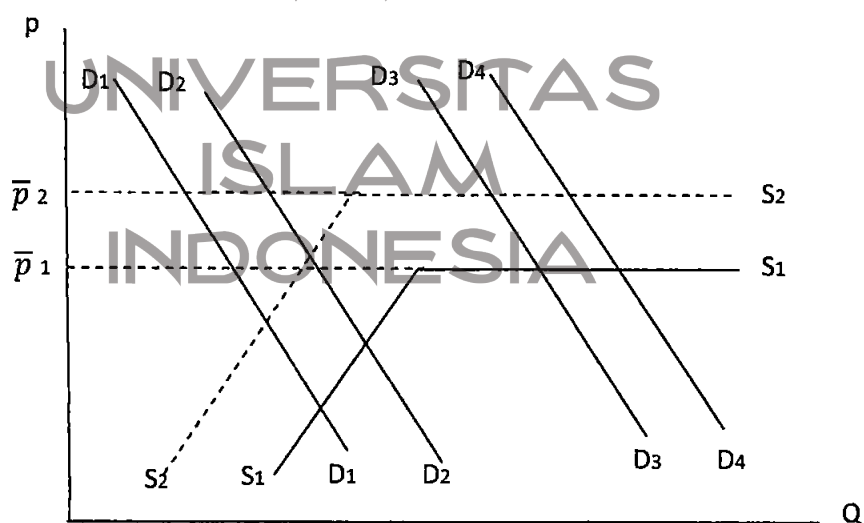
- Keseimbangan akan tercapai pada titik persinggungan kurva permintaan saham dan kurva penawaran yang patah. Ini diperlihatkan melalui kurva berikut:



**Kurva 8.4 Pembatasan harga pasar saham di pasar modal syariah**

Perlu dicatat bahwa keseimbangan ini, dibanding dengan yang lainnya, adalah statis (*comparative static*). Jika  $D_1D_1$  adalah kurva permintaan dan  $S_1$  adalah kurva penawaran, maka harga saham ditentukan pada  $\bar{p}_1$ . Suatu kenaikan dalam permintaan dengan penawaran yang tetap membawa kenaikan pada harga pasar. Ini berlanjut terus sampai kurva permintaan berpotongan dengan kurva penawaran ke kiri dari yang patah.

- Suatu perpotongan kurva permintaan dengan kurva penawaran ke sebelah kanan titik tersebut akan menghasilkan harga pasar yang sama dengan harga saham saham tertinggi yang dinyatakan dengan  $\bar{p}$  (HST). Dengan begitu maka pergeseran kurva permintaan ke kanan titik 'yang patah' itu tidak akan member pengaruh terhadap harga pasar saham. Harga ini hanya bisa naik jika kinerja perusahaan yang bersangkutan juga meningkat seperti ditunjukkan oleh kurva berikut:



**Kurva 8.5 Keseimbangan pasar modal syariah dengan perkembangan dalam kinerja perusahaan**

## BAB VII

### PENUTUP

*“Jika kau telah menyingkirkan yang mustahil, apa pun yang tersisa, sekalipun tidak mungkin, pastilah kebenarannya.”*

**-Sherlock Holmes-**  
*The sign of the Four*

#### A. Kesimpulan

Penelitian ini menganalisis pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap pasar modal syariah dan pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap pasar modal konvensional: studi perbandingan terhadap praktik spekulasi dalam perspektif ekonomi Islam di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan uraian dari permasalahan yang ada, penulis dapat mengemukakan kesimpulan sebagai berikut:

1. Mikroekonomi berpengaruh tidak signifikan terhadap pasar modal syariah.
2. Makroekonomi berpengaruh signifikan terhadap pasar modal syariah.
3. Mikro dan makroekonomi berpengaruh signifikan terhadap pasar modal syariah.
4. Mikroekonomi berpengaruh tidak signifikan terhadap pasar modal konvensional.
5. Makroekonomi berpengaruh signifikan terhadap pasar modal konvensional.

6. Mikro dan makroekonomi berpengaruh signifikan terhadap pasar modal konvensional.
7. Pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap pasar modal syariah lebih baik jika dibandingkan dengan pengaruh mikro dan makroekonomi terhadap pasar modal konvensional.
8. Tidak terjadi praktik spekulasi yang dilarang baik di pasar modal syariah maupun pasar modal konvensional.

## B. Rekomendasi

Berdasarkan kesimpulan tersebut, penulis memberikan beberapa rekomendasi sebagai berikut:

1. Tugas bagi seluruh *stakeholders* pasar modal untuk mewujudkan pasar modal yang tidak hanya efisien dan efektif tetapi juga barokah. Bagi perusahaan atau emiten dibutuhkan kerja keras untuk meningkatkan kinerja atau kualitas fundamental perusahaan (mikroekonomi) serta kemampuan untuk menyajikan informasi tersebut kepada seluruh *stakeholders* terutama investor dengan baik, murah, cepat, dan mudah diakses. Bagi para investor dibutuhkan kedewasaan dan kecerdasan serta rasional dalam keputusan investasi di pasar modal berdasarkan seluruh informasi yang ada baik mikro maupun makroekonomi. Bagi Bapepem-LK beserta perangkat yang ada untuk melakukan pengawasan terhadap transaksi saham yang ada terutama menyangkut identifikasi sejumlah kecil/golongan yang mempengaruhi

harga dari sekuritas, akses informasi yang sehat, dan tidak menimbulkan kecurangan. Hal ini dapat dilakukan Bapepam-LK dengan mengeluarkan peraturan untuk menetapkan harga saham tertinggi (HST) di pasar modal syariah.

2. Perlunya Dewan Pengawas Syariah pada pasar modal khususnya pasar modal syariah yang tidak hanya melakukan pengawasan terhadap kegiatan usaha perusahaan pembiayaan tetapi juga melakukan pengawasan terhadap transaksi saham di pasar modal berdasarkan prinsip-prinsip syariah, terutama untuk menghindarkan berbagai transaksi mengandung unsur *ribawi*, *maisir*, *gharar*, bahkan spekulasi yang dilarang. Hal ini juga senada seperti yang disampaikan Osmani dan Abdullah (2004),

*Finally, there should exist a reliable Shari'ah monitoring council which will monitor the issuance and trading of shares and other stock related activities and products to make sure that the market follows the Islamic regulations and does not violate its limits.<sup>1</sup>*

3. Perlunya peran aktif para akademisi termasuk para pakar ekonomi Islam beserta DSN-MUI atau DPS dan Bapepam-LK untuk mensosialisasikan ekonomi Islam dan pasar modal syariah beserta perangkat-perangkat baik berupa fatwa-fatwa ekonomi Islam dan peraturan-peraturan terkait, kepada *stakeholders* terutama para investor dan emiten-emiten. Selain itu juga dibutuhkan sinergisitas berbagai pihak terutama akademisi atau pakar ekonomi Islam, DSN-MUI, Bapepam-LK, serta emiten yang terkait untuk

---

<sup>1</sup>Osmani, Noor Muhammad & Abdullah, Faruk Md., 2004. *Towards an Islamic Stock Market: A review of Classical and Modern Literatures*. International Islamic University Malaysia

melakukan terobosan dengan membuat berbagai produk-produk inovatif pasar modal syariah terutama menyangkut sekuritisasi dan derivatif untuk perkembangan pasar modal syariah secara khusus dan ekonomi Islam secara umum. Untuk itu juga dibutuhkan kajian-kajian ilmiah mengenai pasar modal syariah terutama mensinergikan aturan syariah (dalil-dalil normatif) dengan kenyataan empirik.

4. Perlunya peran pemerintah dalam menjaga stabilitas makroekonomi terutama menyangkut pertumbuhan ekonomi untuk meningkatkan kinerja pasar modal baik syariah maupun konvensional. Dalam aspek perundang-undangan dibutuhkan Undang-Undang Pasar Modal Syariah untuk mendukung keberadaan dan eksistensi pasar modal syariah dan atau minimal menyempurnakan Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.
5. Berdasarkan penelitian ini pula terutama menyangkut spekulasi, diperlukan redefinisi istilah spekulasi karena perbedaan istilah yang multitafsir, berdasarkan asal bahasa (Inggris dan Latin) dengan adopsi bahasa Indonesia dan teori ilmu pengetahuan; perbedaan pemahaman praktik (terutama di pasar modal) dengan pemahaman masyarakat secara umum dan pemahaman para ahli fiqih. Menurut hemat penulis berdasarkan penelitian ini, istilah spekulasi dalam adopsi bahasa Indonesia harus dikembalikan pada asal bahasa yaitu Inggris dan Latin yang berarti pertimbangan; penafsiran. Dengan istilah ini diharapkan terjadinya persamaan persepsi antara

pemahaman praktik, masyarakat secara umum, dan para ahli fiqih (ulama) bahwa spekulasi tidak selalu identik dengan *gamling* atau judi atau dalam bahasa fiqih disebut *maisir*, *najsy*, dan *gharar* atau *juhala*, namun kita bisa memberikan batasan (*hudud*) bahwa spekulasi yang dilarang (terutama baik secara ekonomi dan agama [Islam] adalah spekulasi yang mengandung unsur judi atau *maisir*, *najsy*, *gharar* atau *juhala*, dan dapat menzalimi/memudharatkan diri sendiri dan orang lain (berdasarkan sebuah kaidah yang diambil lafaz hadits لا ضرر ولا ضرار).



UNIVERSITAS  
ISLAM  
INDONESIA

## DAFTAR PUSTAKA

### Buku-Buku

Abdul Azis Dahlan (*Ed.*), 1996. *Ensklopedi Hukum Islam*. Jakarta: PT Ichtiar Baru van Hoeve

Al Qur'an dan Terjemahan

Arifin dan Fakhrudin, 1999. *Kamus Istilah Pasar Modal, Akuntansi, Keuangan, dan Perbankan*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo

Askari, Iqbal, dan Mirakhor, 2010. *Globalization and Islamic Finance: Convergence, Prospects, and Challenges*. Singapore: John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd.

Askari, Iqbal, Krichene, dan Mirakhor, 2010. *The Stability of Islamic Finance: Creating a Resilient Financial Environment for a Secure Future*. Singapore: John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd.

Ayub, Muhammad, 2009. *Understanding Islamic Finance*. Terjm. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama

Badan Pusat Statistik. *Perkembangan Beberapa Indikator Utama Sosial-Ekonomi Indonesia*, Maret 2009. Jakarta: BPS

Bank Indonesia. *Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 1998/1999*. Jakarta: BI

\_\_\_\_\_. *Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 2000*. Jakarta: BI

\_\_\_\_\_. *Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 2001*. Jakarta: BI

\_\_\_\_\_. *Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 2002*. Jakarta: BI

\_\_\_\_\_. *Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 2003*. Jakarta: BI

\_\_\_\_\_. *Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 2004*. Jakarta: BI

\_\_\_\_\_. *Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 2005*. Jakarta: BI

\_\_\_\_\_. *Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 2007*. Jakarta: BI

\_\_\_\_\_. *Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 2008*. Jakarta: BI

- Bapepam-LK. *Indonesia Capital Market Master Plan 2005 – 2009*. Departemen Keuangan Republik Indonesia Bapepam-LK.
- \_\_\_\_\_. Statistik Pasar Modal. Departemen Keuangan Republik Indonesia Bapepam-LK, Biro Riset dan Teknologi Informasi.
- \_\_\_\_\_, 2004. Studi Tentang Invesasi Syariah di Pasar Modal Indonesia. Jakarta: Departemen Keuangan Republik Indonesia Bapepam-LK.
- BAZNAS, 2010. Data Kuantitatif BAZNAS. Departemen Agama Republik Indonesia, BAZNAS
- Chapra, M. Umar, 1997. *Al Qur'an Menuju Sistem Monet Yang Adil (Towards a just monetary system*, Penterjemah: Drs. Lukman Hakim, MA.). Yogyakarta: PT. Dana Bhakti Prima Yasa
- Depkominfo, Depkeu, & Bappenas, 2009. *Memahami Krisis Keuangan Global: Bagaimana Haris Bersikap?* Jakarta: Badan Informasi Publik Departemen Komunikasi dan Informasi
- Djazuli, 2007. *Kaidah-Kaidah Fikih: Kaidah-Kaidah Hukum Islam dalam Menyelesaikan Masalah-Masalah yang Praktis*. Cet. Ke-2. Jakarta: Kencana Prenada Media Group
- Ghozali, Imam, 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Edisi IV. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Gujarati, Damodar N., 2004. *Basic Econometric*. New York: McGraw-Hill Companies.
- Gup, Benton E., 2005. *Capital Market, Globalization, and Economic Development*. New York: Springer
- Hartono, Jogiyanto, 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi ketiga. Yogyakarta: BPFE
- \_\_\_\_\_, 2005. *Pasar Efisien Secara Keputusan*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama
- Horne dan Wachowich, 2007. *Fundamentals of Financial Management*, Edisi XII. terjm. Jakarta: Salemba Empat
- Huda dan Edwin, 2008. *Investasi Pada Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Kencana

- Hulwati, 2001. *Transaksi Saham di Pasar Modal Indonesia Perspektif Hukum Ekonomi Islam*. Yogyakarta: UII Press
- \_\_\_\_\_, 2009. *Ekonomi Islam: Teori dan Praktiknya dalam Perdagangan Obligasi Syariah di Pasar Modal Indonesia dan Malaysia*. Jakarta: Ciputat Press
- IMF, 2009. *World Economic Outlook April 2009*. Washington DC: IMF
- \_\_\_\_\_, 2010. *World Economic Outlook April 2010*. Washington DC: IMF
- Institute for Economic and Financial Research (ECFIN)*. *Indonesia Capital Market Directory (ICMD) 2006*. Jakarta: BEI
- \_\_\_\_\_. *Indonesia Capital Market Directory (ICMD) 2007*. Jakarta: BEI
- \_\_\_\_\_. *Indonesia Capital Market Directory (ICMD) 2008*. Jakarta: BEI
- \_\_\_\_\_. *Indonesia Capital Market Directory (ICMD) 2009*. Jakarta: BEI
- Jaribah bin Ahmad al-Haristi, 2006. *Fikih Ekonomi Umar bin Al-Khattab*. Penerjemah: Asmuni Sholihin Zamakhsyi. Jakarta: Khalifa
- Junaedi, 1990. *Pasar Modal Dalam Pandangan Hukum Islam (Suatu Tinjauan Religi Mengenai Transaksi Jual Beli Obligasi dan Saham di Bursa Efek Indonesia)*. Jakarta: Kalam Mulia
- J.M. Keynes, 1936. *The General Theory of Employment, Interest, and Money. A Project Gutenberg of Australia eBook*, Col Choat colc@gutenberg.net.au.
- Karim, Adiwarmanto A., 2008. *Ekonomi Mikro Islami*. Jakarta: PT RajaGrafindo Persada
- \_\_\_\_\_, 2008. *Ekonomi Makro Islami*. Jakarta: RajaGrafindo Persada
- \_\_\_\_\_, 2008. *Bank Islam: Analisis Fiqih dan Keuangan, Edisi III*. Jakarta: PT RajaGrafindo Persada
- Kuncoro, Mudrajat dan Suhardjono, 2002. *Manajemen Perbankan: Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPFE

- Mahkamah Agung RI, 2008. Kompilasi Hukum Ekonomi Syariah (KHES). Eksklusiv  
www.badilag.net
- Mankiw, Gregory, 2007. MAKROEKONOMI, Edisi Keenam. Jakarta: Erlangga
- Manurung, Alders Heymans, *et. al.*, 2009. *Economic Outlook 2009: Perjuangan Melawan Krisis*. Jakarta: PT Finansial Bisnis Informasi
- Marzuki Usman, Singgih Riphath, Syahrir Ika, 1997. Pengetahuan Dasar Pasar Modal. Jakarta: Jurnal Keuangan dan Moneter
- Metwally, 1995. Teori dan Model Ekonomi Islam. Jakarta : PT. Bangkit Daya Insana
- Minhaji, Akh., 2009. *Strategies For Social Research: The Methodological Imagination in Islamic Studies*. Yogyakarta: Suka-Press
- Mishkin, Frederic S., 2008. Ekonomi Uang, Perbankan, dan Pasar Keuangan Edisi VIII. Penerjemah: Lana dan Beta. Jakarta: Salemba Empat
- Muhadjir, Noeng, 2000. Metodologi Penelitian Kualitatif. Edisi IV. Yogyakarta: Rake Sarasin
- M. Dagun, Save, 1997. *Kamus Besar Ilmu Pengetahuan*. Jakarta: Lembaga Pengkajian Kebudayaan Nusantara (LPKN)
- Nafik HR, Muhammad, 2009. Bursa Efek dan Investasi Syariah. Jakarta: Serambi
- Nasaruddin, Insan dan Surya, Indra, 2004. Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia. Jakarta: Kencana
- Nazir, Habib dan Hasanuddin, Muhammad, 2008. Ensiklopedi Ekonomi dan Perbankan Syariah. Bandung: Kafa Publishing
- Nicholson, Walter, 2002. Mikroekonomi Intermediate dan Aplikasinya, Edisi Kedelapan. Alih bahasa: Ign Bayu Mahendra, Abdul Aziz; editor: Wisnu Chandra Kristiaji, Nurcahyo Mahanani. Jakarta: Erlangga
- Nur Duana, Ilfi, 2008. Hadis-hadis Ekonomi. Malang: UIN-Malang Press
- Qardhawi, Yusuf, 2002. Fatwa-Fatwa Kontemporer, Jilid 3. Jakarta: Gema Insani
- Rahman, Afzalur, 1995. Doktrin Ekonomi Islam, Jilid 4. Terjm. Yogyakarta: PT. Dana Bhakti Wakaf

- Republik Indonesia, 1995. Undang-Undang No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal
- Rivai, Veithzal, 2007. *Bank and Financial Institution Management*. Jakarta: PT RajaGrafindo Persada
- Riyanto, Bambang, 1995. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta: BPFE
- Sabiq, Sayyid, 1987. *Fiqhus Sunnah*, Jilid ke-4. Jakarta: Pena Pundi Aksara
- ash-Sahwi, Shahlah dan al-Mushlih, Abdullah, 2008. *Fikih Ekonomi Keuangan Islam (Penerjemah: Abu Umar Basyir)*, Cetakan II. Jakarta: Darul Haq
- Salim, Peter, 2006. *The Contemporary English – Indonesia (With British and American Pronunciation and Spelling)*. Jakarta: Media Eka Pustaka
- Samsul, Mohamad, 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Erlangga
- Samuelson, Paul A. & Nordhaus, William D., 1992. *Ekonomi*, Edisi XII Jilid 2. Terjm. Jakarta: Erlangga
- Shihab, Quraish, 2002. *Tafsir Al-Mishbah: Pesan, Kesan, dan Keserasian Al-Qur'an*. Vol. 5. Jakarta: Lentera Hati
- SIZ. 1999. *Prinsip-prinsip Ekonomi Islam*. Surabaya: Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga
- , 2009. *Prosedur dan Model Analisis Kuantitatif Serta Intuitif Dalam Pengembangan Ilmu Ekonomi Islam*. Surabaya: Program Doktor Program Studi Ilmu Ekonomi Islam Program Pascasarjana Universitas Airlangga
- Sjahrir dan Marzuki Usman, 1991. *Pendewasaan Pasar Modal*. Jakarta: Ikatan Sarjana Ekonomi Indonesia
- Standard & Poor's, 2009. *Islamic Finance Outlook 2009*. The McGraw-Hill Companies
- Stiglitz, Joseph E., 2006. *Making Globalization Work*. New York: W. W. NORTON & COMPANY
- Supranto. 2004. *Statistik Keuangan Pasar Modal (Keuangan dan Perbankan)*, cetakan kedua. Jakarta: PT Rineka Cipta
- Syahrul, M. Afdi Nizar, Ardiyos, 2000. *Kamus Lengkap Ekonomi (Istilah-Istilah Akuntansi, Keuangan, dan Investasi)*. Jakarta: Citra Harta Prima

Tim Penulis DSN-MUI, 2003. Himpunan Fatwa Dewan Syariah Nasional, Edisi Kedua. Jakarta: DSN-MUI dan BI

Tim Penyusun Kamus Bahasa Indonesia, 2008. *Kamus Bahasa Indonesia*. Jakarta: Pusat Bahasa, Departemen Pendidikan Nasional RI

*The Banker*, 2009. *Special Supplement: Top 500 Financial Islamic Institution*, November 1.

Warde, Ibrahim, 2009. *Islamic Finance: Keuangan Islam Dalam Perekonomian Global* (Penerjemah: Andriyadi Ramli). Yogyakarta: Pustaka Pelajar

Yendra, Melvi (ed.), 2009. *Indonesia Economic Outlook 2010*. Jakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia dan PT. Grasindo

### Tesis-Tesis

Amiri, Ma'aruf, 2008. Penetapan Harga dan Perspektif Islam. Tesis Program Pascasarjana Magister Studi Islam Konsentrasi Ekonomi Islam Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta.

Hardeos, Yudi, 2009. Aspek Hukum Instrumen Pasar Modal (Studi Kritis Terhadap Transaksi Saham di Pasar Modal dalam Perspektif Hukum Ekonomi Syariah). Tesis Program Pascasarjana Magister Studi Islam Konsentrasi Hukum Bisnis Syariah Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta.

### Jurnal-Jurnal dan Hasil Seminar

Anastasia, Widiastuty, dan Wijiyanti. "Analisis Faktor Fundamental dan Resiko Sistematis Terhadap Harga Saham Properti di BEJ". *Jurnal Akuntansi & Keuangan* Vol. 5, No. 2, Nopember 2003

Auliayah, Robiatul dan Hamzah, Ardi, 2006. "Analisis Pengaruh Karakteristik Perusahaan, Industri, dan Ekonomi Makro Terhadap Return dan Beta Saham Syariah di BEJ". *Simposium Nasional Akuntansi (SNA) IX*. Padang

Bendjilali, 1996. "Assesment of the Practice of Islamic Financial Instrument: The Case of IDB Unit Investment Fund and Islamic Bank Portofolio". *Islamic Research and Training Institute IDB: Research Paper No.35*

Chen, N. F., R. Roll, dan S. Ross.,1986. "Economic Forces and Stock Market". *The University of Chicago Press: Journal of Business* 59 (3)

- Darmansyah, Renold. "Analisis Performa Saham Syariah antara yang Konsisten dan yang Tidak Konsisten dalam JII (Studi Perbandingan)". *EKSIS (Jurnal Ekonomi Keuangan dan Bisnis Islami)* Vol. 2, No. 3, Juli-September 2006/Jumadi Tsaniyah-Sya'ban 1427 H. hal. 59-79
- Efkani dan Hassan, 2005. "*Performance of Islamic Mutual Funds*". Kairo: 12<sup>th</sup> *Economic Reseach Forum (ERF) Conference Paper*, 19-21 December.
- El-Ashkar, Ahmad Abdel Fattah, (1995). "*Towards An Islamic Stock Exchange In A Transitional Stage*". Jeddah: IRTI, IDB
- Fama, Eugene F., "*Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*". *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969. (May, 1970)
- Hamzah, Ardi, 2005. "Analisis Pengaruh Ekonomi Makro, Industri dan Karakteristik Perusahaan Terhadap Beta Saham Syariah". *Simposium Nasional Akuntansi (SNA) VII*. Solo
- Haruman, dkk., "Pengaruh Faktor Fundamental, dan Resiko Sistematis Terhadap Tingkat Pengembalian Saham BEJ". *USAHAWAN* NO. 11 Th. XXXIV November 2005
- Al Harran, Saad. "*The Islamic Stock Exchange*". <http://www.kantakji.com/figh/Files/Markets/The%20Islamic%20Stock%20Exchange.files/filelist.xml>"><title>Title: The Islamic Stock Exchange, didownload tanggal 14 Maret 2010
- Kartikasasi, Fadilah. "Efek Syariah di Indonesia, disampaikan pada Kuliah Non Kulikuler Ekonomi Islam "Pasar Modal Syariah." *Syariah Economics Forum – Universitas Gajah Mada*. Yogyakarta, 26 April 2008
- Khan, Moh.Y, 2005. "*Stock Market In Islamic Frame Work*". *Paper Presented at 6th Annual Conference Of Islamic Economic & Finance*
- Nasution, Mustafa E. & Maharani, Reny. "Hubungan Kausalitas Antara Variabel Makro dan Harga Saham Syariah Jakarta Islamic Index (JII)". *EKSIS (Jurnal Ekonomi Keuangan dan Bisnis Islami)* Vol. 2, No. 3, Juli-September 2006/Jumadi Tsaniyah-Sya'ban 1427 H. hal. 99-118

Nurpratama, Dwitya E., "Pengaruh Faktor Makroekonomi Terhadap Imbal Hasil Saham Syariah Jii Periode 1995-2004 Menggunakan *Arbitrage Pricing Theory (APT)*". *EKSIS (Jurnal Ekonomi Keuangan dan Bisnis Islami)* Vol. 2, No. 3, Juli-September 2006/Jumadi Tsaniyah-Sya'ban 1427 H. hal. 119-139

Osmani, Noor Muhammad & Abdullah, Faruk Md., 2004. "*Towards an Islamic Stock Market: A review of Classical and Modern Literatures*". International Islamic University Malaysia

Prasetiantono, A. Tony, 1998. "Dependensi Pasar Modal Indonesia Terhadap Sektor Moneter dan Sektor Rill". *SINERGI (Kajian Bisnis & Manajemen)*. Vol.1, No. 1, 1998

Rachmayanti, Farida T., "Analisis Kinerja Portofolio Saham Syariah Terhadap Pada Bursa Efek Jakarta Tahun 2001-2002". *EKSIS (Jurnal Ekonomi Keuangan dan Bisnis Islami)* Vol. 2, No. 3, Juli-September 2006/Jumadi Tsaniyah-Sya'ban 1427 H. hal. 1-16

Stiglitz, Joseph E., "*Gobalization and growth in emerging markets*". Department of Economics, Columbia University, New York, NY 10027, USA: *Journal of Policy Modeling* 26 (2004) 465-484

Syafiq M. Hanafi, "*Corporate Governance: Kajian Empiris Cost of Capital Jakarta Islamic Index (JII) sebagai Ethical Investment*", *As-Syir'ah*, Vol. 40 No. 1 Tahun 2006



### **Majalah dan Koran**

"Darmin: Keuangan Syariah Lebih Tahan". *Republika*, 22/07/2010

Karim, Adiwarmarman A. "*The Return of the Master*". *Republika*, 15/03/2010

Michael McMillen & John A. Crawford, "*Sukuk in the First Decade: By the Numbers*". *Dowjones Islamic Market Indexes: Quarterly Newsletter*, December 2008

Media Akuntansi, Edisi 56/Tahun XII/September 2006

*Republika*, 21/07/2010

*Sharing*, Edisi 37 Thn IV Januari 2010

Siwi Tri Puji. "Moody's: Syariah Berpotensi, tapi Miskin Inovasi". *Republika*, 8/4/2010

Wawancara *Republika*. "Abdul Mannan: Kembangkan SDM Keuangan Syariah". *Republika*, 26/07/2010

### **Website**

Kementerian Koordinator Bidang perekonomian Republik Indonesia. Siaran Pers Evaluasi Ekonomi 2008 Dan Prospek 2009 oleh Pemerintah RI. Jakarta, 5 Januari 2009. <http://www.ekon.go.id>

Rawland, Pasaribu. Hipotesis Pasar Efisien. Diskusi ECONARCH Institute. [rawland.pasaribu@gmail.com](mailto:rawland.pasaribu@gmail.com)

Rizal, Sofyan, 2008. Saham Syariah, Pengertian, Peluang, dan Hambatannya di Indonesia. <http://alhikmah.ac.id/index.php?pilih=news&mod=yes&aksi=lihat&id=13>. Didownload tanggal 1/1/2010

<http://www.badilag.net>

<http://www.baepamlk.depkeu.go.id>

<http://www.baznas.or.id>

<http://www.bi.go.id>

<http://www.bloomberg.com>

<http://www.jsx.co.id>

<http://www.kantakji.com>

<http://www.mui.or.id>

<http://www.yahoofinance.com>



UNIVERSITAS  
ISLAM  
INDONESIA

## LAMPIRAN

### SAMPEL PERUSAHAAN-PERUSAHAAN JII DAN LQ-45

No.	Kode	Nama Emiten JII
1	ANTM	Aneka Tambang (Persero) Tbk
2	BUMI	Bumi Resources Tbk
3	INCO	International Nickel Indonesia Tbk
4	INTP	Indocement Tunggul Perkasa Tbk
5	KLBF	Kalbe Farma Tbk
6	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk
7	TLKM	Telekomunikasi Tbk
8	UNTR	United Tractors Tbk
9	UNTV	Unilever Indonesia Tbk

No.	Kode	Nama Emiten LQ-45
1	AALI	Astra Argo Lestari Tbk
2	ASII	Astra Internasional Tbk
3	BBCA	Bank Central Asia Tbk
4	BBRI	Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk
5	BDMN	Bank Danamon Indonesia Tbk
6	BMRI	Bank Mandiri (Persero) Tbk
7	BNBR	Bakrie & Brother Tbk
8	BNGA	Bank Niaga Tbk
9	BNI	Bank International Indonesia Tbk
10	ENGR	Energi Mega Pesada Tbk
11	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk
12	INKP	Indah Kiat Pulp & Paper
13	ISAT	Indosat Tbk
14	KIJA	Kawasan Industri Jababeka Tbk
15	MEDC	Medco Energy Internasional
16	PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero)
17	SMCB	Holcim Indonesia Tbk
18	UNSP	Bakrie Sumatra Plantations Tbk

**LAMPIRAN**  
**STATISTIK DESKRIPTIF**

**A. Pasar Modal Syariah (JII)**

**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
RETURN	36	-,83	,80	-,0006	,30835
BETA	36	4,37	11,21	8,2742	1,82175
LIKUID	36	,54	8,02	2,5536	1,71482
PROFIT	36	1,36	62,16	18,1342	13,01269
LEVERG	36	,17	,86	,4142	,17212
AKTV	36	,51	13,73	1,4669	2,17844
SBI	36	8,00	12,75	10,0525	1,73438
INFLASI	36	6,59	17,11	10,3400	4,37399
KURS	36	-5,60	8,60	2,0250	5,51234
GROWTH	36	5,50	6,30	5,9000	,32071
Valid N (listwise)	36				

**B. Pasar Modal Konvensional (LQ-45)**

**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
RETURN	72	-1,03	2,36	,0425	,40189
BETA	72	,33	13,40	7,9165	2,31340
LIKUID	72	,39	3,59	1,2804	,77372
PROFIT	72	-62,38	40,35	3,8993	10,86394
LEVERG	72	,09	,89	,4001	,25912
AKTV	72	,12	1,36	,5500	,29169
SBI	72	8,00	12,75	10,0525	1,72212
KURS	72	6,59	17,11	10,3400	4,34308
INFLASI	72	-5,60	8,60	2,0250	5,47339
GROWTH	72	5,50	6,30	5,9000	,31845
Valid N (listwise)	72				

## LAMPIRAN

### UJI ASUMSI KLASIK

#### A. Pasar Modal Syariah (JII)

##### 1. Return (Dependent) - Mikro dan Makroekonomi (Independent)

###### a. Uji Multikolonieritas

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-32,214	5,774		-5,579	,000		
	LIKUID	-,006	,032	-,031	-,170	,866	,459	2,179
	PROFIT	,005	,003	,203	1,491	,147	,809	1,236
	LEVERG	,081	,332	,045	,245	,808	,435	2,296
	AKTV	-,012	,018	-,082	-,614	,544	,841	1,189
	SBI	,909	,166	5,115	5,491	,000	,017	58,081
	KURS	-,232	,043	-4,147	-5,421	,000	,026	39,174
	GROWTH	3,975	,717	4,134	5,542	,000	,027	37,258

a. Dependent Variable: RETURN

Excluded Variables<sup>b</sup>

Model		Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics		
						Tolerance	VIF	Minimum Tolerance
1	INFLASI					,000		,000

a. Predictors in the Model: (Constant), GROWTH, LIKUID, KURS, AKTV, PROFIT, LEVERG, SBI

b. Dependent Variable: RETURN

Coefficient Correlations<sup>a</sup>

Model		GROWTH	LIKUID	KURS	AKTV	PROFIT	LEVERG	SBI	
1	Correlations	GROWTH	1,000	,043	-,977	-,246	-,188	-,045	,982
		LIKUID	,043	1,000	-,036	-,068	,145	,718	,035
		KURS	-,977	-,036	1,000	,225	,160	,066	-,986
		AKTV	-,246	-,068	,225	1,000	,222	,072	-,202
		PROFIT	-,188	,145	,160	,222	1,000	,203	-,131
		LEVERG	-,045	,718	,066	,072	,203	1,000	-,070
		SBI	,982	,035	-,986	-,202	-,131	-,070	1,000
		Covariances	GROWTH	,514	,001	-,030	-,003	,000	-,011
LIKUID	,001		,001	-5,0E-005	-4,2E-005	1,51E-005	,008	,000	
KURS	-,030		-5,0E-005	,002	,000	2,21E-005	,001	-,007	
AKTV	-,003		-4,2E-005	,000	,000	1,35E-005	,000	-,001	
PROFIT	,000		1,51E-005	2,21E-005	1,35E-005	1,04E-005	,000	-7,0E-005	
LEVERG	-,011		,008	,001	,000	,000	,110	-,004	
SBI	,117		,000	-,007	-,001	-7,0E-005	-,004	,027	

a. Dependent Variable: RETURN

**b. Uji Autokorelasi (Uji Durbin – Watson)**

**Model Summary<sup>b</sup>**

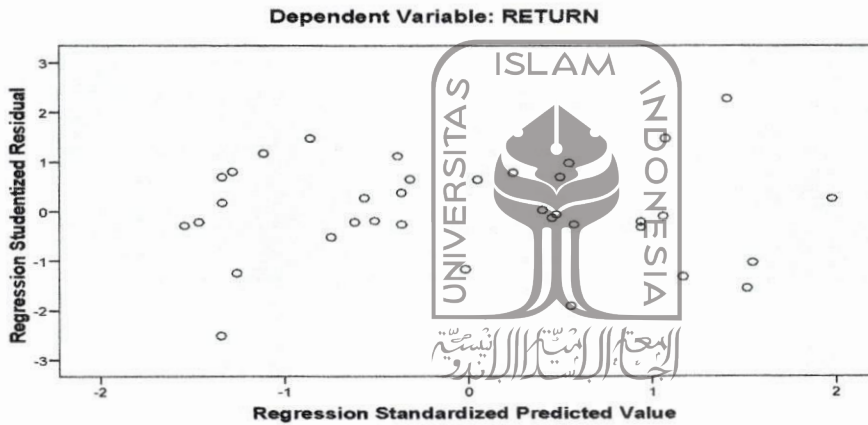
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,763 <sup>a</sup>	,582	,477	,22295	1,931

a. Predictors: (Constant), GROWTH, LIKUID, KURS, AKTV, PROFIT, LEVERG, SBI

b. Dependent Variable: RETURN

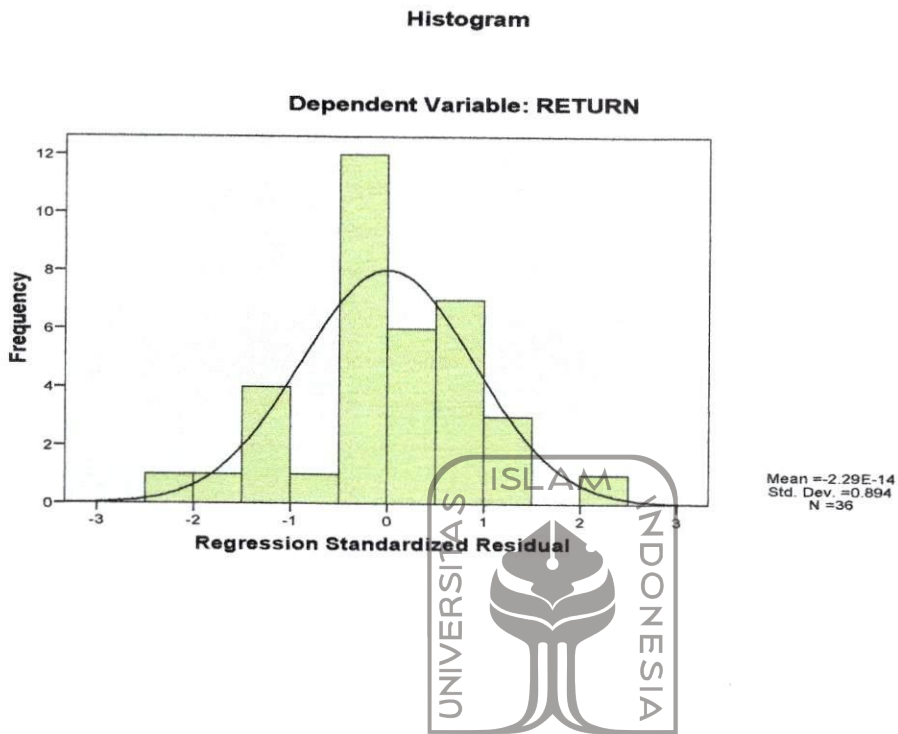
**c. Uji Heteroskedastis**

**Scatterplot**

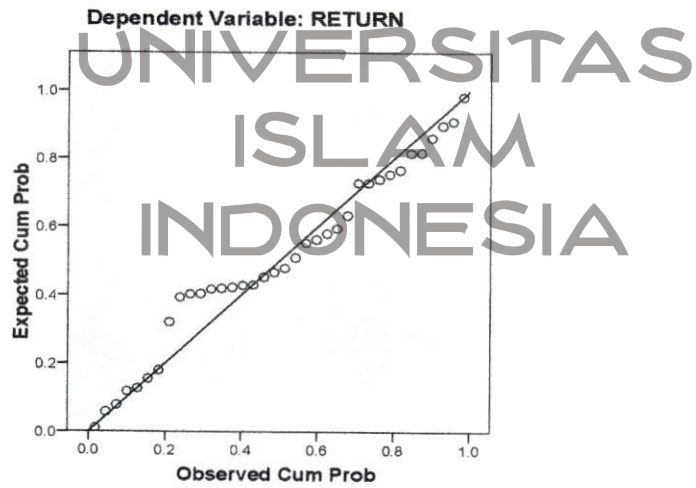


**UNIVERSITAS  
ISLAM  
INDONESIA**

d. Uji Normalitas (Analisa Grafik)



Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



## 2. Beta (Dependent) – Makro dan Mikroekonomi (Independent)

### a. Uji Multikolinierialitas

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-55,700	45,657		-1,220	,233		
	LIKUID	,404	,257	,381	1,576	,126	,459	2,179
	PROFIT	,024	,025	,169	,927	,362	,809	1,236
	LEVERG	4,300	2,624	,406	1,639	,112	,435	2,296
	AKTV	-,250	,149	-,299	-1,678	,104	,841	1,189
	SBI	1,544	1,309	1,470	1,179	,248	,017	58,081
	KURS	-,383	,338	-1,160	-1,133	,267	,026	39,174
	GROWTH	7,857	5,671	1,383	1,385	,177	,027	37,258

a. Dependent Variable: BETA

Excluded Variables<sup>b</sup>

Model	Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics		
					Tolerance	VIF	Minimum Tolerance
1	INFLASI	, <sup>a</sup>			,000		,000

a. Predictors in the Model: (Constant), GROWTH, LIKUID, KURS, AKTV, PROFIT, LEVERG, SBI

b. Dependent Variable: BETA

Coefficient Correlations<sup>c</sup>

Model		GROWTH	LIKUID	KURS	AKTV	PROFIT	LEVERG	SBI	
1	Correlations	GROWTH	1,000	,043	-,977	-,246	-,188	-,045	,982
		LIKUID	,043	1,000	-,036	-,068	,145	,718	,035
		KURS	-,977	-,036	1,000	,225	,160	,066	-,986
		AKTV	-,246	-,068	,225	1,000	,222	,072	-,202
		PROFIT	-,188	,145	,160	,222	1,000	,203	-,131
		LEVERG	-,045	,718	,066	,072	,203	1,000	-,070
		SBI	,982	,035	-,986	-,202	-,131	-,070	1,000
		Covariances	GROWTH	32,163	,062	-1,875	-,208	-,027	-,672
LIKUID	,062		,066	-,003	-,003	,001	,483	,012	
KURS	-1,875		-,003	,114	,011	,001	,058	-,437	
AKTV	-,208		-,003	,011	,022	,001	,028	-,039	
PROFIT	-,027		,001	,001	,001	,001	,014	-,004	
LEVERG	-,672		,483	,058	,028	,014	6,883	-,241	
SBI	7,295		,012	-,437	-,039	-,004	-,241	1,714	

a. Dependent Variable: BETA

b. Uji Autokorelasi (Uji Durbin – Watson)

Model Summary<sup>b</sup>

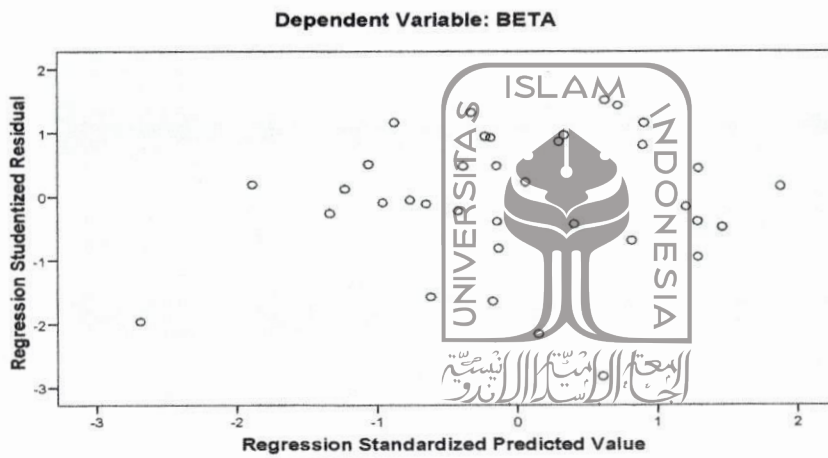
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,501 <sup>a</sup>	,251	,064	1,76286	2,144

a. Predictors: (Constant), GROWTH, LIKUID, KURS, AKTV, PROFIT, LEVERG, SBI

b. Dependent Variable: BETA

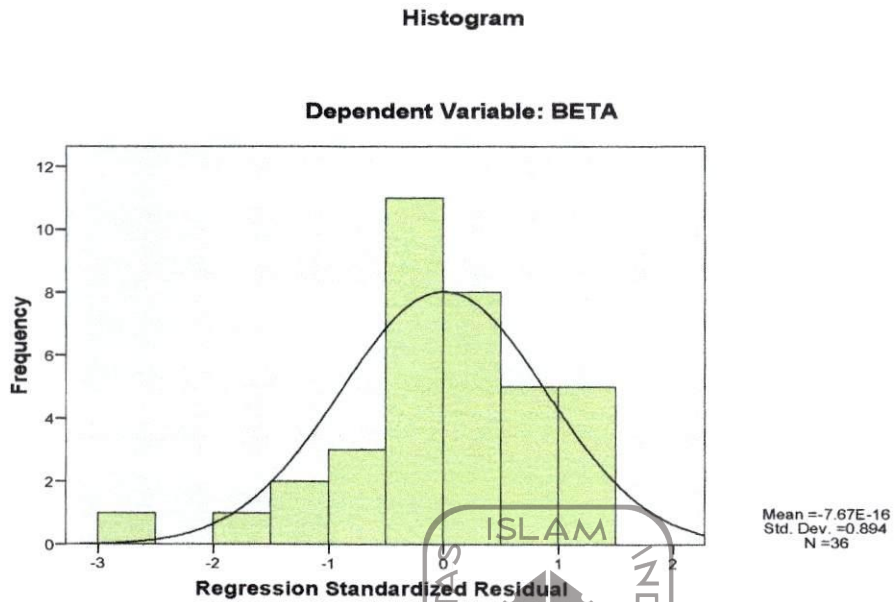
c. Uji Heteroskedasitas

Scatterplot

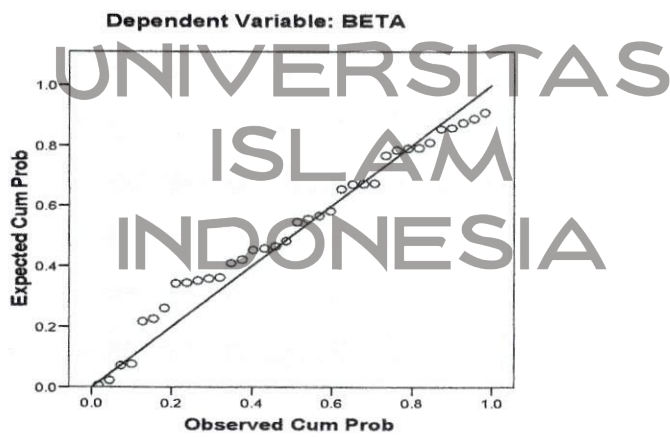


UNIVERSITAS  
ISLAM  
INDONESIA

d. Uji Normalitas (Analisa Grafik)



Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



## B. Pasar Modal Konvensional

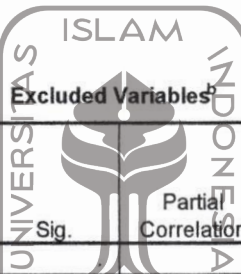
### 1. Return (Dependent) - Mikro dan Makroekonomi (Independent)

#### a. Uji Multikolonieritas

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-30,730	6,311		-4,869	,000		
	LIKUID	,093	,065	,180	1,434	,157	,682	1,465
	PROFIT	,001	,005	,015	,122	,903	,677	1,476
	LEVERG	-,150	,185	-,096	-,807	,422	,754	1,326
	AKTV	,053	,165	,038	,322	,749	,754	1,326
	SBI	,896	,182	3,839	4,921	,000	,018	56,591
	INFLASI	-,226	,047	-3,084	-4,841	,000	,026	37,747
	GROWTH	3,752	,777	2,973	4,829	,000	,028	35,239

a. Dependent Variable: RETURN



Model		Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics		
						Tolerance	VIF	Minimum Tolerance
1	KURS	, <sup>a</sup>				,000		,000

a. Predictors in the Model: (Constant), GROWTH, AKTV, LEVERG, INFLASI, PROFIT, LIKUID, SBI

b. Dependent Variable: RETURN

Coefficient Correlations<sup>a</sup>

Model		GROWTH	AKTV	LEVERG	INFLASI	PROFIT	LIKUID	SBI	
1	Correlations	GROWTH	1,000	,143	-,011	-,977	-,159	,022	,984
		AKTV	,143	1,000	-,066	-,151	-,487	,159	,141
		LEVERG	-,011	-,066	1,000	,000	,234	-,487	,009
		INFLASI	-,977	-,151	,000	1,000	,165	-,005	-,986
		PROFIT	-,159	-,487	,234	,165	1,000	-,333	-,152
		LIKUID	,022	,159	-,487	-,005	-,333	1,000	-,017
		SBI	,984	,141	,009	-,986	-,152	-,017	1,000
		Covariances	GROWTH	,603	,018	-,002	-,036	-,001	,001
AKTV	,018		,027	-,002	-,001	,000	,002	,004	
LEVERG	-,002		-,002	,034	-3,2E-006	,000	-,006	,000	
INFLASI	-,036		-,001	-3,2E-006	,002	3,60E-005	-1,5E-005	-,008	
PROFIT	-,001		,000	,000	3,60E-005	2,17E-005	,000	,000	
LIKUID	,001		,002	-,006	-1,5E-005	,000	,004	,000	
SBI	,139		,004	,000	-,008	,000	,000	,033	

a. Dependent Variable: RETURN

**b. Uji Autokorelasi (Uji Durbin – Watson)**

**Model Summary<sup>b</sup>**

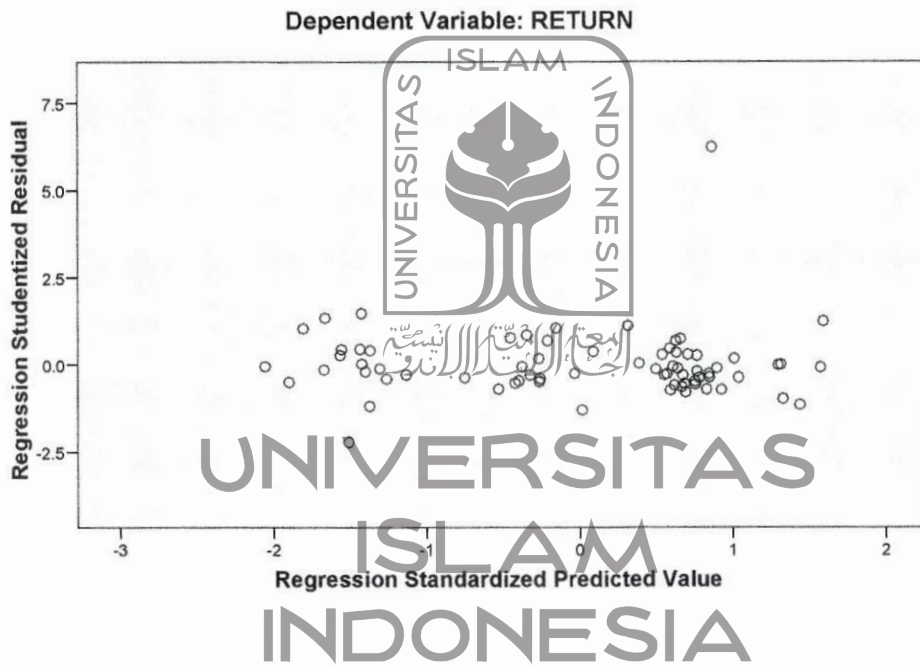
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,558 <sup>a</sup>	,312	,237	,35115	2,174

a. Predictors: (Constant), GROWTH, AKTV, LEVERG, INFLASI, PROFIT, LIKUID, SBI

b. Dependent Variable: RETURN

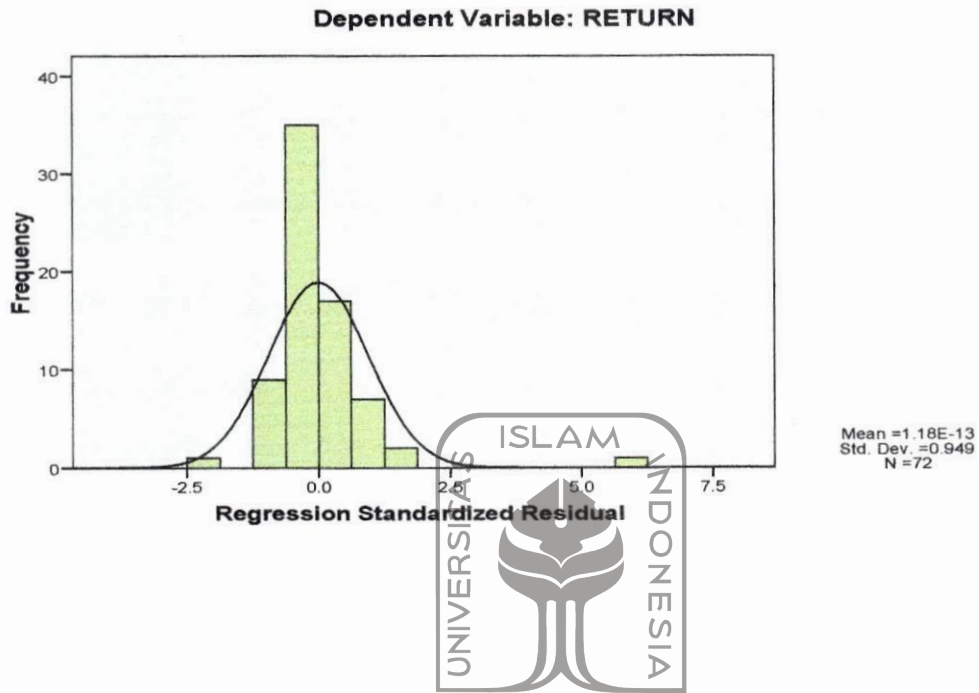
**c. Uji Heteroskedasitas**

**Scatterplot**

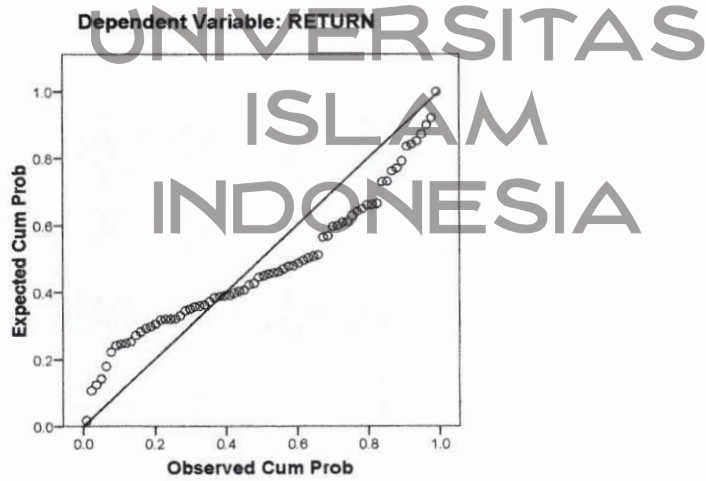


d. Uji Normalitas (Analisa Grafik)

Histogram



Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



## 2. Beta (Dependent) - Mikro dan Makroekonomi (Independent)

### a. Uji Multikolonieritas

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	50,787	40,029		1,269	,209		
	LIKUID	,916	,414	,307	2,216	,030	,682	1,465
	PROFIT	-,003	,030	-,014	-,100	,921	,677	1,476
	LEVERG	,735	1,175	,082	,626	,534	,754	1,326
	AKTV	1,017	1,043	,128	,974	,334	,754	1,326
	SBI	-1,186	1,155	-,883	-1,028	,308	,018	56,591
	INFLASI	,301	,297	,713	1,015	,314	,026	37,747
	GROWTH	-5,690	4,927	-,783	-1,155	,252	,028	35,239

a. Dependent Variable: BETA

Excluded Variables<sup>b</sup>

Model	Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics		
					Tolerance	VIF	Minimum Tolerance
1	KURS	, <sup>a</sup>	.	.	,000	.	,000

a. Predictors in the Model: (Constant), GROWTH, AKTV, LEVERG, INFLASI, PROFIT, LIKUID, SBI

b. Dependent Variable: BETA

Coefficient Correlations<sup>a</sup>

Model		GROWTH	AKTV	LEVERG	INFLASI	PROFIT	LIKUID	SBI	
1	Correlations	GROWTH	1,000	,143	-,011	-,977	-,159	,022	,984
		AKTV	,143	1,000	-,066	-,151	-,487	,159	,141
		LEVERG	-,011	-,066	1,000	,000	,234	-,487	,009
		INFLASI	-,977	-,151	,000	1,000	,165	-,005	-,986
		PROFIT	-,159	-,487	,234	,165	1,000	-,333	-,152
		LIKUID	,022	,159	-,487	-,005	-,333	1,000	-,017
		SBI	,984	,141	,009	-,986	-,152	-,017	1,000
		Covariances	GROWTH	24,275	,736	-,064	-1,428	-,023	,045
AKTV	,736		1,089	-,081	-,047	-,015	,068	,170	
LEVERG	-,064		-,081	1,380	,000	,008	-,236	,012	
INFLASI	-1,428		-,047	,000	,088	,001	-,001	-,338	
PROFIT	-,023		-,015	,008	,001	,001	-,004	-,005	
LIKUID	,045		,068	-,236	-,001	-,004	,171	-,008	
SBI	5,599		,170	,012	-,338	-,005	-,008	1,333	

a. Dependent Variable: BETA

b. Uji Autokorelasi (Uji Durbin – Watson)

Model Summary<sup>b</sup>

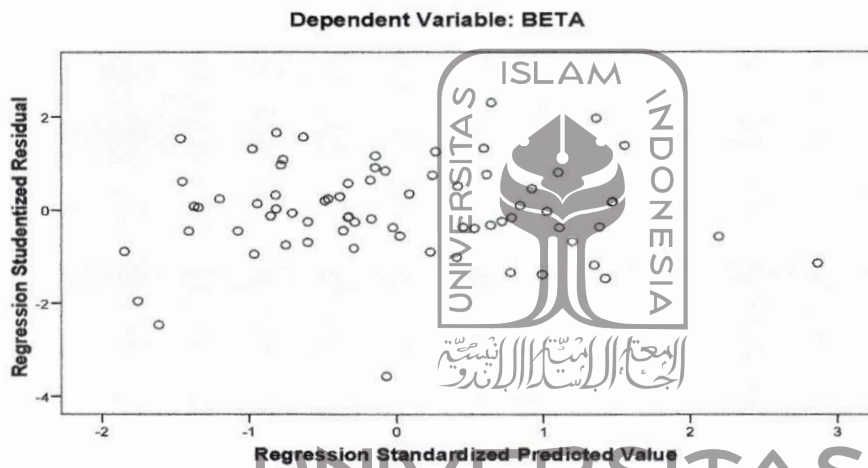
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,406 <sup>a</sup>	,165	,073	2,22708	2,079

a. Predictors: (Constant), GROWTH, AKTV, LEVERG, INFLASI, PROFIT, LIKUID, SBI

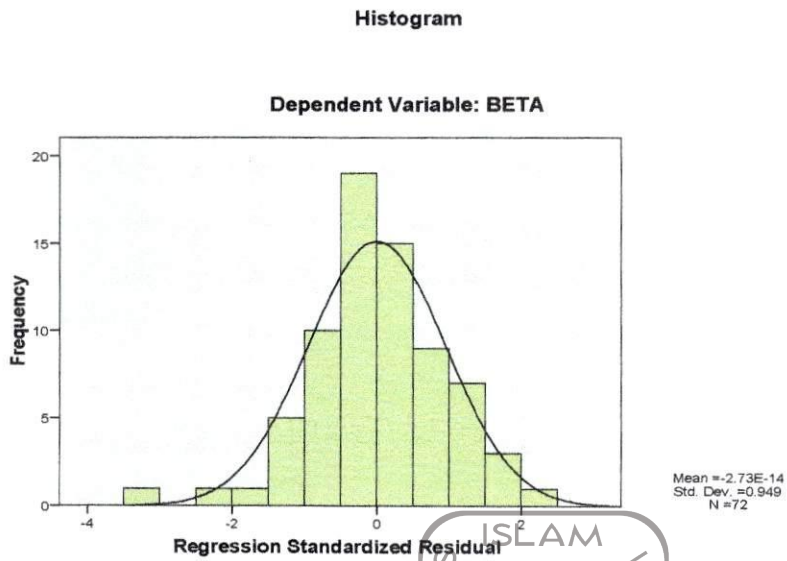
b. Dependent Variable: BETA

c. Uji Heteroskedasitas

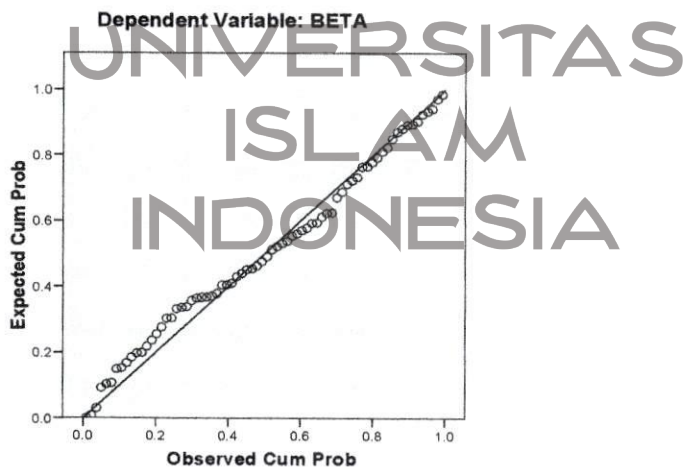
Scatterplot



d. Uji Normalitas (Analisa Grafik)



Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



## LAMPIRAN UJI STATISTIK

### A. Pasar Modal Syariah (JII)

#### 1. Return (Dependent) - Mikroekonomi (Independent)

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	AKTV, PROFIT, LIKUID, <sup>a</sup> LEVERG		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: RETURN

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,349 <sup>a</sup>	,122	,008	,30709

a. Predictors: (Constant), AKTV, PROFIT, LIKUID, LEVERG

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,404	4	,101	1,072	,387 <sup>a</sup>
	Residual	2,923	31	,094		
	Total	3,328	35			

a. Predictors: (Constant), AKTV, PROFIT, LIKUID, LEVERG

b. Dependent Variable: RETURN

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,202	,316		-,637	,529
	LIKUID	-,013	,045	-,072	-,290	,774
	PROFIT	,008	,004	,332	1,900	,067
	LEVERG	,175	,452	,098	,387	,702
	AKTV	,013	,024	,091	,526	,603

a. Dependent Variable: RETURN

## 2. Return (Dependent) - Makroekonomi (Independent)

**Variables Entered/Removed<sup>b</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	GROWTH, <sup>a</sup> KURS, SBI		Enter

a. Tolerance = ,000 limits reached.

b. Dependent Variable: RETURN

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,726 <sup>a</sup>	,528	,483	,22162

a. Predictors: (Constant), GROWTH, KURS, SBI

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1,756	3	,585	11,919	,000 <sup>a</sup>
	Residual	1,572	32	,049		
	Total	3,328	35			

a. Predictors: (Constant), GROWTH, KURS, SBI

b. Dependent Variable: RETURN

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	32,790	5,531		5,929	,000
	SBI	,924	,160	,5195	5,784	,000
	KURS	-,237	,041	-,4229	-5,773	,000
	GROWTH	4,065	,682	4,228	5,960	,000

a. Dependent Variable: RETURN

**Excluded Variables<sup>b</sup>**

Model	Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics
					Tolerance
1	INFLASI	a			,000

a. Predictors in the Model: (Constant), GROWTH, KURS, SBI

b. Dependent Variable: RETURN

### 3. Beta (Dependent) - Mikroekonomi (Independent)

**Variables Entered/Removed<sup>d</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	AKTV, PROFIT, LIKUID, <sup>a</sup> LEVERG	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: BETA

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,408 <sup>a</sup>	,166	,059	1,76761

a. Predictors: (Constant), AKTV, PROFIT, LIKUID, LEVERG

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	19,299	4	4,825	1,544	,214 <sup>a</sup>
	Residual	96,858	31	3,124		
	Total	116,157	35			

a. Predictors: (Constant), AKTV, PROFIT, LIKUID, LEVERG

b. Dependent Variable: BETA

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	5,216	1,821		2,865	,007
	LIKUID	,380	,257	,357	1,478	,149
	PROFIT	,036	,024	,257	1,511	,141
	LEVERG	4,085	2,602	,386	1,570	,127
	AKTV	-,175	,141	-,210	-1,245	,222

a. Dependent Variable: BETA

4. *Beta (Dependent) - Makroekonomi (Independent)*

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	GROWTH <sup>a</sup> KURS, SBI <sup>a</sup>	.	Enter

a. Tolerance = ,000 limits reached.

b. Dependent Variable: BETA

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,252 <sup>a</sup>	,063	-,024	1,84382

a. Predictors: (Constant), GROWTH, KURS, SBI

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7,368	3	2,456	,722	,546 <sup>a</sup>
	Residual	108,790	32	3,400		
	Total	116,157	35			

a. Predictors: (Constant), GROWTH, KURS, SBI

b. Dependent Variable: BETA

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-42,359	46,014		-,921	,364
	SBI	1,306	1,329	1,243	,983	,333
	KURS	-,314	,341	-,951	-,922	,363
	GROWTH	6,464	5,675	1,138	1,139	,263

a. Dependent Variable: BETA

**Excluded Variables<sup>b</sup>**

Model	Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics
					Tolerance
1	INFLASI	.	.	.	,000

a. Predictors in the Model: (Constant), GROWTH, KURS, SBI

b. Dependent Variable: BETA

## 5. Return (Dependent) - Mikro dan Makroekonomi (Independent)

Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	GROWTH, LIKUID, KURS, AKTV, PROFIT, LEVERG, SBI		Enter

a. Tolerance = ,000 limits reached.

b. Dependent Variable: RETURN

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,763 <sup>a</sup>	,582	,477	,22295

a. Predictors: (Constant), GROWTH, LIKUID, KURS, AKTV, PROFIT, LEVERG, SBI

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1,936	7	,277	5,564	,000 <sup>a</sup>
	Residual	1,392	28	,050		
	Total	3,328	35			

a. Predictors: (Constant), GROWTH, LIKUID, KURS, AKTV, PROFIT, LEVERG, SBI

b. Dependent Variable: RETURN

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Sig.
		B	Std. Error	Beta	t	
1	(Constant)	-32,214	5,774		-5,579	,000
	LIKUID	-,006	,032	-,031	-,170	,866
	PROFIT	,005	,003	,203	1,491	,147
	LEVERG	,081	,332	,045	,245	,808
	AKTV	-,012	,019	-,082	-,614	,544
	SBI	,909	,166	5,115	5,491	,000
	KURS	-,232	,043	-4,147	-5,421	,000
	GROWTH	3,975	,717	4,134	5,542	,000

a. Dependent Variable: RETURN

Excluded Variables<sup>b</sup>

Model		Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics
						Tolerance
1	INFLASI	a				,000

a. Predictors in the Model: (Constant), GROWTH, LIKUID, KURS, AKTV, PROFIT, LEVERG, SBI

b. Dependent Variable: RETURN

## 6. Beta (Dependent) - Mikro dan Makroekonomi (Independent)

Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	GROWTH, LIKUID, KURS, AKTV, PROFIT, LEVERG, SBI		Enter

a. Tolerance = ,000 limits reached.

b. Dependent Variable: BETA

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,501 <sup>a</sup>	,251	,064	1,76286

a. Predictors: (Constant), GROWTH, LIKUID, KURS, AKTV, PROFIT, LEVERG, SBI

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	29,143	7	4,163	1,340	,269 <sup>a</sup>
	Residual	87,015	28	3,108		
	Total	116,157	35			

a. Predictors: (Constant), GROWTH, LIKUID, KURS, AKTV, PROFIT, LEVERG, SBI

b. Dependent Variable: BETA

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-55,700	45,657		-1,220	,233
	LIKUID	,404	,257	,381	1,576	,126
	PROFIT	,024	,025	,169	,927	,362
	LEVERG	4,300	2,624	,406	1,639	,112
	AKTV	-,250	,149	-,299	-1,678	,104
	SBI	1,544	1,309	1,470	1,179	,248
	KURS	-,383	,338	-1,160	-1,133	,267
	GROWTH	7,857	5,671	1,383	1,385	,177

a. Dependent Variable: BETA

Excluded Variables<sup>b</sup>

Model	Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics
					Tolerance
1	INFLASI				,000

a. Predictors in the Model: (Constant), GROWTH, LIKUID, KURS, AKTV, PROFIT, LEVERG, SBI

b. Dependent Variable: BETA

## B. Pasar Modal Konvensional (LQ-45)

### 1. Return (Dependent) - Mikroekonomi (Independent)

Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	AKTV, LIKUID, LEVERG, PROFIT		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: RETURN

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,227 <sup>a</sup>	,051	-,005	,40295

a. Predictors: (Constant), AKTV, LIKUID, LEVERG, PROFIT

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,589	4	,147	,907	,465 <sup>a</sup>
	Residual	10,878	67	,162		
	Total	11,468	71			

a. Predictors: (Constant), AKTV, LIKUID, LEVERG, PROFIT

b. Dependent Variable: RETURN

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,004	,145		-,030	,976
	LIKUID	,100	,073	,193	1,377	,173
	PROFIT	,004	,005	,109	,764	,448
	LEVERG	-,160	,211	-,103	-,757	,452
	AKTV	-,060	,186	-,044	-,324	,747

a. Dependent Variable: RETURN

2. Return (Dependent) - Makroekonomi (Independent)

Variables Entered/Removed<sup>b</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	GROWTH, INFLASI, SBI <sup>a</sup>	.	Enter

a. Tolerance = ,000 limits reached.

b. Dependent Variable: RETURN

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,532 <sup>a</sup>	,283	,251	,34777

a. Predictors: (Constant), GROWTH, INFLASI, SBI

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3,243	3	1,081	8,939	,000 <sup>a</sup>
	Residual	8,224	68	,121		
	Total	11,468	71			

a. Predictors: (Constant), GROWTH, INFLASI, SBI

b. Dependent Variable: RETURN

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-30,994	6,137		-5,050	,000
	SBI	,914	,177	,3916	5,157	,000
	INFLASI	-,230	,045	-,3129	-5,053	,000
	GROWTH	3,782	,757	,2997	4,997	,000

a. Dependent Variable: RETURN

Excluded Variables<sup>b</sup>

Model	Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics
					Tolerance
1	KURS	.	.	.	,000

a. Predictors in the Model: (Constant), GROWTH, INFLASI, SBI

b. Dependent Variable: RETURN

### 3. Beta (Dependent) - Mikroekonomi (Independent)

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	AKTV, LIKUID, LEVERG, PROFIT		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: BETA

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,377 <sup>a</sup>	,142	,091	2,20615

a. Predictors: (Constant), AKTV, LIKUID, LEVERG, PROFIT

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	53,884	4	13,471	2,768	,034 <sup>a</sup>
	Residual	326,096	67	4,867		
	Total	379,980	71			

a. Predictors: (Constant), AKTV, LIKUID, LEVERG, PROFIT

b. Dependent Variable: BETA

## UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	5,795	,792		7,314	,000
	LIKUID	,976	,398	,327	2,451	,017
	PROFIT	-,008	,029	-,040	-,293	,771
	LEVERG	,643	1,156	,072	,556	,580
	AKTV	1,177	1,020	,148	1,153	,253

a. Dependent Variable: BETA

#### 4. Beta (Dependent) - Makroekonomi (Independent)

**Variables Entered/Removed<sup>b</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	GROWTH, INFLASI, SBI <sup>a</sup>	.	Enter

a. Tolerance = ,000 limits reached.

b. Dependent Variable: BETA

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,188 <sup>a</sup>	,036	-,007	2,32154

a. Predictors: (Constant), GROWTH, INFLASI, SBI

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	13,491	3	4,497	,834	,480 <sup>a</sup>
	Residual	366,490	68	5,390		
	Total	379,980	71			

a. Predictors: (Constant), GROWTH, INFLASI, SBI

b. Dependent Variable: BETA

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	53,303	40,967		1,301	,198
	SBI	-1,130	1,183	-,842	-,956	,343
	INFLASI	,303	,304	,716	,997	,322
	GROWTH	-5,870	5,053	-,808	-1,162	,249

a. Dependent Variable: BETA

**Excluded Variables<sup>b</sup>**

Model	Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics
					Tolerance
1	KURS	.	.	.	,000

a. Predictors in the Model: (Constant), GROWTH, INFLASI, SBI

b. Dependent Variable: BETA

## 5. Return (Dependent) - Mikro dan Makroekonomi (Independent)

Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	GROWTH, AKTV, LEVERG, INFLASI, PROFIT, LIKUID, SBI		Enter

a. Tolerance = ,000 limits reached.

b. Dependent Variable: RETURN

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,558 <sup>a</sup>	,312	,237	,35115

a. Predictors: (Constant), GROWTH, AKTV, LEVERG, INFLASI, PROFIT, LIKUID, SBI

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3,576	7	,511	4,144	,001 <sup>a</sup>
	Residual	7,891	64	,123		
	Total	11,468	71			

a. Predictors: (Constant), GROWTH, AKTV, LEVERG, INFLASI, PROFIT, LIKUID, SBI

b. Dependent Variable: RETURN

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	Sig.
		B	Std. Error	Beta	
1	(Constant)	-30,730	6,311	-4,869	,000
	LIKUID	,093	,065	,180	,157
	PROFIT	,001	,005	,015	,903
	LEVERG	-,150	,185	-,096	,422
	AKTV	,053	,165	,038	,749
	SBI	,896	,182	3,839	,000
	INFLASI	-,226	,047	-3,084	,000
	GROWTH	3,752	,777	2,973	,000

a. Dependent Variable: RETURN

Excluded Variables<sup>b</sup>

Model	Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics
					Tolerance
1	KURS	, <sup>a</sup>			,000

a. Predictors in the Model: (Constant), GROWTH, AKTV, LEVERG, INFLASI, PROFIT, LIKUID, SBI

b. Dependent Variable: RETURN

## 6. Beta (Dependent) - Mikro dan Makroekonomi (Independent)

Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	GROWTH, AKTV, LEVERG, INFLASI, PROFIT, LIKUID, SBI		Enter

a. Tolerance = ,000 limits reached.

b. Dependent Variable: BETA

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,406 <sup>a</sup>	,165	,073	2,22708

a. Predictors: (Constant), GROWTH, AKTV, LEVERG, INFLASI, PROFIT, LIKUID, SBI

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	62,548	7	8,935	1,802	,102 <sup>a</sup>
	Residual	317,433	64	4,960		
	Total	379,980	71			

a. Predictors: (Constant), GROWTH, AKTV, LEVERG, INFLASI, PROFIT, LIKUID, SBI

b. Dependent Variable: BETA

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	50,787	40,029		1,269	,209
	LIKUID	,916	,414	,307	2,216	,030
	PROFIT	-,003	,030	-,014	-,100	,921
	LEVERG	,735	1,175	,082	,626	,534
	AKTV	1,017	1,043	,128	,974	,334
	SBI	-,186	1,155	-,883	-,1028	,308
	INFLASI	,301	,297	,713	1,015	,314
	GROWTH	-5,690	4,927	-,783	-1,155	,252

a. Dependent Variable: BETA

Excluded Variables<sup>b</sup>

Model	Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics
					Tolerance
1	KURS	, <sup>a</sup>			,000

a. Predictors in the Model: (Constant), GROWTH, AKTV, LEVERG, INFLASI, PROFIT, LIKUID, SBI

b. Dependent Variable: BETA

## Tentang Penulis



Bambang Saputra lahir di Balikpapan pada tanggal 22 Maret 1986. Anak kedua dari lima bersaudara dari pasangan Bambang Saptana dan Ibu Faridah. Jenjang pendidikan diawali dari SDN 002 Balikpapan Tengah, tamat tahun 2000. Ia selanjutnya melanjutkan pendidikan tingkat pertama di SLTP ITCI Penajam Paser Utara, tamat tahun 2002; SMU ITCI, tamat tahun 2004 dan Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi UPN “Veteran” Yogyakarta, tamat tahun 2008. Minat belajar yang kuat telah mendorong penulis untuk melanjutkan belajar di Program Magister Studi Islam Pascasarjana UII Yogyakarta dengan konsentrasi Ekonomi Islam dan sekarang juga sedang menempuh Program Magister Akuntansi Pascasarjana Fakultas Ekonomi UII Yogyakarta. Beberapa penghargaan dan prestasi yang telah penulis raih diantaranya, Juara III Lomba Perpajakan Mahasiswa Nasional 2006, Juara III Lomba Karya Tulis Al-Qur’an MTQ Mahasiswa 2007, Juara I Mahasiswa Berprestasi UPN “Veteran” Yogyakarta 2007, Mahasiswa Teladan UPN “Veteran” Yogyakarta 2007, Mahasiswa Berprestasi Masyarakat Ilmu Pengetahuan dan Teknologi (MITI) Yogyakarta tahun 2008, dan Peraih Karya Cendikia sebagai Wisudawan Terbaik UPN “Veteran” Yogyakarta tahun 2008. Beberapa amanat kemasyarakatan yang sekarang sedang diemban penulis adalah Sekertaris Umum *Centre of Islamic Economics and Local Wisdom Studies* (CIELWIS) dan Pengurus Takmir Masjid An-Nur Perumnas Condong Catur Sleman.

*e-mail:* [ghazansaputra@yahoo.com](mailto:ghazansaputra@yahoo.com)

HP. : 081328742174