

# ANALISIS KOINTEGRASI ANTARA SAHAM SYARIAH DAN TINGKAT SUKU BUNGA (STUDI EMPIRIS PADA BURSA EFEK INDONESIA)

UMI RACHMAH DAMAYANTI

*Umirachmachdamayati@yahoo.com*

## ABSTRAK

Penelitian ini mencoba menganalisis Hubungan Jangka Panjang antara Jakarta Islamic Indeks (JII) yang terdapat di Bursa Efek Indonesia dan Suku Bungan yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia dengan menggunakan Analisis Kointegrasi

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui interdependensi dan hubungan jangka panjang antara saham syariah dengan suku bunga konvensional. Topic ini menarik karena dua alasan yaitu untuk mengetahui aspek independensi dan diversifikasi. Independensi maksudnya adalah apakah saham syariah benar-benar terhadap telah independent terhadap factor-faktor yang mengandung unsur yang haram, di samping itu juga untuk mengetahui apakah terdapat kemungkinan untuk melakukan diversifikasi antara kedua variable tersebut.

Variable dalam penelitian ini adalah data harga saham syariah dan data suku bunga konvensional. Sebagai representasi dari harga saham syariah adalah JII dan sebagai representasi suku bunga konvensional diambil data dari SBI.

Berdasarkan hasil olah data yang dilakukan dapat diambil kesimpulan bahwa antara kedua variabel yang diuji tidak mempunyai hubungan dalam jangka panjang (kointegrasi). Karena 2 variabel yang diuji adalah JII, yang merupakan representasi dari saham syariah, dan SBI, yang merupakan representasi dari tingkat bunga konvensional maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat hubungan dalam jangka panjang antara kedua variabel tersebut.

Kata kunci : saham syariah, suku bunga, analisis kointegrasi

## PENDAHULUAN

Prinsip syariah merupakan implementasi dari sistem ekonomi Islam yang telah ada ratusan tahun lampau. Masyarakat Indonesia yang merupakan komunitas muslim terbesar di dunia karena lebih dari 90% masyarakatnya merupakan penganut agama Islam, ironisnya ternyata baru mengenal mengenai prinsip syariah pada awal tahun 1990-an. Sistem ekonomi dengan prinsip syariah, baru mulai hadir di Indonesia pada awal tahun 90-an, ketika inisiatif Majelis Ulama Indonesia (MUI) berhasil mendorong berdirinya bank syariah pertama di Indonesia pada tanggal 1 Mei 1992, yaitu Bank Muamalat. Untuk memberikan arahan dan regulasi, maka juga

berdiri lembaga Dewan Syariah Nasional (DSN) yang berafiliasi pada Majelis Ulama Indonesia (MUI), dimana fatwanya menjadi

acuan dari pelaku ekonomi syariah dalam penerapannya. Fatwa-fatwa tersebut menjadi

landasan syariah puluhan Peraturan Bank Indonesia dan Peraturan Bapepam-LK.

Dengan berdirinya bank syariah tersebut, hal ini juga ditindaklanjuti dengan berdirinya berbagai institusi keuangan berlandaskan prinsip syariah, seperti asuransi syariah, *multifinance* syariah, serta tidak ketinggalan pada industri pasar modal. Kemudian, dengan dimotori oleh Bapepam-LK bekerjasama dengan PT. Danareksa Investment Management, lahirlah *Jakarta*

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

Hubungan jangka panjang dan saling ketergantungan antara variabel-variabel ekonomi dan keuangan semakin menarik perhatian para peneliti dewasa ini. Jatuhnya pasar modal (stock market crash) pada bulan Oktober 1987 yang ditandai dengan jatuhnya seluruh harga saham di seluruh dunia yang dimulai dari Asia yang kemudian merembet ke Eropa, Amerika dan Japan pada waktu itu membuktikan bahwa seluruh pasar modal di seluruh dunia mempunyai saling keterkaitan dan ketergantungan satu sama lain. Disamping itu, kecenderungan saling ketergantungan dan hubungan jangka panjang antara dua atau lebih variabel ekonomi dan keuangan tidak hanya terjadi di pasar modal saja. Hubungan jangka panjang antara inflasi dengan variabel kebijakan ekonomi, harga saham dengan suku bunga, harga saham dengan inflasi adalah contoh beberapa isu yang menarik perhatian para peneliti.

Salah satu yang menarik di sini adalah bahwa diantara sekian banyak penelitian tentang kointegrasi keuangan dan pasar modal, penelitian yang khusus membahas mengenai kointegrasi antara pasar modal syariah dengan suku bunga adalah sangat jarang dilakukan. Hal ini terbukti dengan banyaknya penelitian-penelitian kointegrasi terdahulu yang lebih banyak memfokuskan dirinya pada pasar keuangan konvensional

(non syariah) dibandingkan dengan pasar keuangan syariah.

Di samping mencoba mengangkat pasar modal syariah yang masih jarang ditulis oleh peneliti-peneliti sebelumnya, penelitian ini juga mencoba mencari hubungan antara harga saham syariah dengan suku bunga konvensional. Dalam teori keuangan dikatakan bahwa harga saham mempunyai hubungan terbalik dengan suku bunga. Hal ini disebabkan karena pada dasarnya investor akan mencari alternatif investasi yang paling menguntungkan sehingga apabila suku bunga tinggi maka investor akan cenderung menginvestasikan dananya ke bank dibandingkan pasar modal karena akan memberikan alternatif investasi yang lebih menarik, demikian pula sebaliknya. Perilaku investor yang demikian tentu saja akan menyebabkan harga saham akan menurun seiring dengan kenaikan tingkat bunga konvensional. Pertanyaan selanjutnya adalah bagaimana dengan saham syariah, apakah investor saham syariah mempunyai perilaku yang sama dengan saham non-syariah dalam hubungannya dengan suku bunga konvensional?

### **Perumusan Masalah**

Penelitian ini difokuskan untuk menjawab pertanyaan utama yaitu :  
“Bagaimana hubungan jangka panjang antara saham syariah di Bursa Efek Indonesia dengan Suku Bunga Konvensional yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia”.

### **Tujuan Penelitian**

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui hubungan jangka panjang antara saham syariah dengan suku bunga konvensional

### **TINJAUAN PUSTAKA**

#### **a. Prinsip Syariah dalam Pasar Modal**

Prinsip syariah dalam pasar modal adalah penggunaan prinsip syariah dalam pasar modal, di mana setiap perdagangan surat berharga mentaati ketentuan transaksi sesuai dengan basis syariah. Prinsip syariah

dalam pasar modal di Indonesia diperkenalkan pada bulan Juli 2000 ditandai dengan berdirinya *Jakarta Islamic Index*.

Investasi keuangan syariah harus disertai dengan kegiatan sektor riil atau transaksi yang mendasari (*underlying transaction*) (Auliyah dan Hamzah, 2006). Untuk itu, penciptaan instrumen investasi syariah dalam pasar modal adalah dari sekuritasi aset/proyek (*asset securitisation*) yang merupakan bukti penyertaan, sekuritasi utang (*debt securitisation*) atau penerbitan surat utang yang timbul atas transaksi jual beli (*al dayn*) atau merupakan sumber pendanaan bagi perusahaan, sekuritasi modal (*equity securitisation*), merupakan emisi surat berharga oleh perusahaan emiten yang telah terdaftar dalam prinsip syariah dalam pasar modal dalam bentuk saham.

Adapun instrumen pasar modal yang sesuai dengan syariah dalam pasar perdana adalah *muqaradah/mudharabah funds*, saham biasa (*common stock*), *muqaradah/mudharabah Bonds*. Karena instrumen pasar modal tersebut diperdagangkan di pasar perdana, maka prinsip dasar pasar perdana adalah semua efek harus berbasis pada harta atau transaksi riil, tidak boleh menerbitkan efek utang untuk membayar kembali utang (*bay al dayn bi al dayn*), dana atau hasil penjualan efek akan diterima oleh perusahaan, hasil investasi akan diterima pemodal (*shohibul maal*), tidak boleh memberikan jaminan hasil yang semata-mata merupakan fungsi dari waktu (Harahap, 2001).

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

## **b. Daftar Efek Syariah**

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

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

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

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

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

### c. Jakarta Islamic Index (JII)

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

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

Penyusunan emiten yang termuat dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) disusun berdasarkan prinsip yang berlandaskan syariah. Dalam Al-Qur'an, Allah SWT berfirman bahwa: "Dan sesungguhnya kebanyakan dari orang-orang yang berserikat itu sebagian berbuat zalim kepada yang lain, kecuali orang-orang yang beriman dan beramal saleh; dan amat sedikitlah mereka ini." (QS. Sad:24).

Emiten atau perusahaan publik yang menerbitkan efek syariah wajib menjamin bahwa kegiatan usahanya memenuhi prinsip-prinsip syariah dan memiliki *syariah compliance officer* (SCO) yaitu pihak atau pejabat dari suatu perusahaan atau lembaga

yang telah mendapat sertifikasi dari DSN-MUI dalam pemahaman mengenai prinsip-prinsip syariah di pasar modal. JII sendiri diluncurkan pada tanggal 3 Juli 2000. JII dihitung mundur hingga tanggal 1 Januari 1995 sebagai hari dasar dengan nilai dasar 100. JII terdiri dari 30 saham yang sesuai dengan Syariah Islam.

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

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

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

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

#### **d. Sertifikat Bank Indonesia sebagai Salah Satu Instrumen Moneter**

Dari instrumen BI Rate yang tingkat bunganya ditetapkan Bank Indonesia melalui Rapat Dewan Gubernur, ditetapkanlah tingkat bunga untuk instrumen yang digunakan oleh Bank Indonesia dalam memasuki pasar modal di Indonesia, yaitu Sertifikat Bank Indonesia atau SBI. Latar belakang hadirnya Sertifikat Bank Indonesia dan instrumen kebijakan moneter lainnya dari Bank Indonesia merupakan langkah BI sebagai cara untuk penguatan kebijakan moneter di Indonesia, dan sebagai salah satu dari instrumen dari kebijakan Operasi Pasar Terbuka Bank Indonesia.

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

Dasar hukum penerbitan SBI adalah Surat Keputusan Direksi Bank Indonesia No. 31/67/KEP/DIR tanggal 23 Juli 1998 tentang Penerbitan dan Perdagangan Sertifikat Bank Indonesia serta Intervensi Rupiah. SBI diterbitkan tanpa warkat (*scripless*), dan seluruh kepemilikan maupun transaksinya dicatat dalam sarana Bank Indonesia BISSSS. Pembelian SBI oleh masyarakat tidak dapat dilakukan secara langsung dengan Bank Indonesia melainkan harus melalui Bank Umum serta pialang pasar uang dan pasar modal yang ditunjuk oleh Bank Indonesia. Untuk menjaga keamanan dari kehilangan atau pencurian serta untuk menghindari terjadinya pemalsuan, pihak pembeli SBI memperoleh Bilyet Depot Simpanan (BDS) sebagai bukti atas penyimpanan fisik warkat SBI pada Bank Indonesia.

Penerbitan SBI di pasar perdana dilakukan dengan mekanisme lelang pada setiap hari Rabu atau hari kerja berikutnya (apabila hari Rabu adalah hari libur nasional); SBI diterbitkan dengan jangka waktu (tenor) 1 bulan sampai dengan 12 bulan dengan satuan unit terkecil sebesar Rp1 juta. Saat ini Bank Indonesia menerbitkan SBI dengan tenor 1 bulan dan 3 bulan. Penerbitan SBI tenor 1 bulan dilakukan secara mingguan sedangkan SBI tenor 3 bulan dilakukan secara triwulanan. Peserta lelang SBI terdiri dari bank umum dan pialang pasar uang Rupiah dan Valas. Metode lelang penerbitan SBI dilakukan dengan menggunakan 2 (dua) cara yaitu: (1) *Variabel Rate Tender* (peserta lelang mengajukan penawaran kuantitas dan tingkat diskonto SBI), dan (2) *Fixed Rate Tender* (peserta lelang mengajukan penawaran kuantitas dengan tingkat diskonto yang ditetapkan oleh Bank Indonesia).

Penawaran minimal pada lelang SBI di pasar perdana ditetapkan sebesar Rp1 miliar dengan kelipatan Rp100 juta. Bank Indonesia mengumumkan rencana lelang SBI paling lambat pada 1 hari kerja sebelum hari pelaksanaan lelang. Bank Indonesia mengumumkan pemenang lelang SBI pada hari pelaksanaan lelang. Penyelesaian transaksi dilakukan 1 (satu) hari kerja berikutnya (*one day settlement*) melalui sarana BISSSS yang terhubung langsung dengan sistem BI-RTGS. Dasar dari pertimbangan mengenai pemilihan Sertifikat Bank Indonesia sebagai salah satu variabel penelitian, adalah sebagai berikut:

1. Instrumen SBI sebagai variabel eksogen yang juga cukup likuid seperti saham dan merepresentasikan tingkat bunga yang tidak termasuk dalam kriteria halal oleh prinsip syariah.
2. Instrumen SBI dianggap sebagai instrumen keuangan yang bebas risiko karena dikeluarkan oleh Bank Indonesia, sehingga dipakai sebagai pembanding (*benchmark*) risiko dan imbal hasil dari kedua indeks IHSG dan JII.

3. SBI merupakan salah satu pilihan atau alternatif investasi bagi investor yang hendak menanamkan uangnya selain pada instrumen saham yang terdapat pada Bursa Efek Indonesia.

### Penelitian Terdahulu

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

Satu penelitian yang mungkin bisa menjadi acuan adalah penelitian dari Hakim dan Rashidian (2002) dengan tujuan untuk mengetahui tingkat risiko dan imbal hasil yang terdapat pada indeks syariah dan indeks konvensional serta hubungan dinamis jangka panjang terhadap kedua indeks tersebut melalui uji kointegrasi. Obyek yang diteliti adalah nilai penutupan harian Dow Jones Islamic Market Indeks (DJIMI) dan Wilshire 5000 pada periode 10 Desember 1999 sampai dengan 9 April 2002 dengan sampel sebanyak 674 data yang diperbandingkan dengan variabel eksogen T-Bill jangka waktu 3 bulan dari *Federal Reserves*. Hasil pengujian dengan *Sharpe Ratio* menunjukkan tingkat risiko yang ditunjukkan oleh DJIMI lebih rendah apabila dibandingkan dengan indeks Wilshire 5000 (118% vs 194%), kemudian dengan uji kointegrasi menunjukkan tidak ada korelasi dinamis jangka panjang, yang saling mempengaruhi kedua indeks tersebut, karena itu dapat diartikan indeks berjalan secara independen satu sama lain. Hal ini dapat diartikan DJIMI tidak akan banyak terpengaruh oleh fluktuasi yang terjadi pada Wilshire 5000 yang diakibatkan pergeseran tingkat bunga dan hal-hal lain.

Penelitian lainnya adalah dari M. Harris Muhajir (2008) dimana dalam Penelitian ini mencoba menganalisis Jakarta Islamic Indeks (JII) dengan menggunakan Analisis Kointegrasi dan Vector Error

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

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

### Hipotesis Penelitian

Berdasarkan uraian dan tujuan penelitian di atas, maka dapat dirumuskan hipotesa penelitian yang akan dibuktikan dalam penelitian ini, yaitu :

H1 = Terdapat hubungan kointegrasi dan *long-term relationship* diantara variabel-variabel penelitian, yaitu JII vs SBI

### DATA DAN METODE PENELITIAN

## Data

Data utama yang digunakan dalam penelitian ini adalah dalam data harga saham syariah dan data suku bunga konvensional di Indonesia. Data harga saham syariah yang digunakan dalam penelitian ini adalah data harga penutupan (closing price) Jakarta Islamic Index (JII).

Data suku bunga konvensional pada penelitian ini diambil dari data Sertifikat Bank Indonesia (BI Rate). Periode data pada penelitian ini adalah bulan Januari 2006 - November 2013. penelitian ini menggunakan data bulanan dengan maksud untuk menghindari noise dan masalah yang sering muncul pada data yang bersifat harian. Mansor (2005) menjelaskan bahwa data berfrekuensi tinggi seperti data harian dan mingguan mengandung terlalu banyak noise yang disebabkan oleh masalah non-synchronous dan in-frequent trading. Disamping itu, masalah day-of-the-week effects yang juga menyebabkan data harian dan mingguan menjadi bias.

## Metode Penelitian

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah Uji Kointegrasi yakni untuk melihat hubungan antara dua variabel non-stasioner dalam jangka panjang. Data dan model yang digunakan adalah dalam bentuk Ln (semilog), dimana hasil estimasi bisa menunjukkan elastisitas. Karena hasil

pengukuran dalam satuan yang sama, yaitu dalam bentuk prosentase, sehingga hubungan antar variabel lebih rasional.

Penelitian ini menggunakan beberapa tahapan analisis, antara lain:

- i. Uji akar-akar unit dan derajat integrasi (*unit root test*). Untuk menganalisis, apakah data yang digunakan mengandung akar unit atau tidak, hal ini untuk mengetahui data bersifat stasioner atau tidak.
- ii. Uji Kointegrasi, Untuk mengetahui, apakah variabel-variabel yang diteliti memiliki hubungan satu sama lain dalam jangka panjang.  
Mzn.jkcns.ikadv;a/sikdnva/kis

## Analisis Data

### a. Uji Unit Root

Langkah awal dari penelitian data *time series* adalah dengan menguji stasioneritas dari masing-masing variabel. Pengujian stasioneritas masing-masing variabel diuji dengan menggunakan Uji ADF (*Augmented Dickey Fuller*). Hasil pengujian unit root menunjukkan semua variabel yang digunakan dalam model penelitian menunjukkan stasioner pada I(1).

Hasil pengujian unit root dari masing-masing variabel ditunjukkan pada tabel berikut ini.

Tabel 1  
Hasil Pengujian *Unit Root*

Ho : Satu Unit Root vs H1 : Tidak ada Unit Root		
ADF Test Statistik	I(0)	I(1)
JII	-2,166032	-8,965169
SBI	-1,602593	-9,499097
Critical Value 1%	-3,501445	

5%	-2,892536	
----	-----------	--

Sumber : Data Olahan 2013

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

Untuk melihat apakah data time-series tersebut stokastik, dengan uji unit root (Augmented Dickey Fuller) yang terlihat pada table 1. Sesuai dengan dugaan, hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa JII merupakan proses non-stasioner, dimana pergerakan indeks dari waktu ke waktu bergerak secara acak dan tidak dapat diprediksikan (*white noise*). Dalam literatur

pasar modal, proses ini diterjemahkan sebagai tanda efisiensi sebuah pasar. Sedangkan SBI, dari beberapa pengamatan terdahulu sudah dibuktikan sebagai data stokastik. Untuk kedua data *timeseries* indeks (JII dan SBI), hasil tes ini menolak hipotesis nol bahwa stasioner terjadi pada *level*, namun terjadi setelah data dilakukan *first order difference* (lag satu) atau I(1).

**b. Uji Hipotesis III/Uji Kointegrasi**

Pengujian kointegrasi dilakukan dengan menguji stasioneritas secara bersama terhadap seluruh variabel penelitian. Pengujian kointegrasi diuji dengan menggunakan Uji Kointegrasi Johansen Test.

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

Tabel 2

Hasil Pengujian Kointegrasi bivariat (JII, SBI)

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None	0.117687	15.28611	15.49471	0.0537
At most 1	0.040118	3.766908	3.841466	0.0523
Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

Berdasarkan tabel 2 di atas, dapat diketahui bahwa nilai Trace Statistic lebih kecil dibanding nilai kritis pada tingkat keyakinan

5% sehingga dapat disimpulkan bahwa kedua variabel tidak saling berkointegrasi.

Tabel 3

## Vektor Kointegrasi bivariat (JII, SBI)

1 Cointegrating Equation(s):	Log likelihood	67.42568
---------------------------------	-------------------	----------

---



---

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

X	Y
1.000000	0.061679
	(0.01196)

Vektor Kointegrasi keseimbangan JII dan SBI menunjukkan bahwa kenaikan SBI sebesar 1% akan menyebabkan kenaikan JII sebesar 0,0617%

**KESIMPULAN**

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

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui interdependensi dan hubungan jangka panjang antara saham syariah dengan suku bunga konvensional. Topic ini menarik karena dua alasan yaitu untuk mengetahui aspek independensi dan diversifikasi. Independensi maksudnya adalah apakah saham syariah benar-benar terhadap telah independent terhadap factor-faktor yang mengandung unsur yang haram, di samping itu juga untuk mengetahui apakah terdapat kemungkinan untuk melakukan diversifikasi antara kedua variable tersebut.

Variable dalam penelitian ini adalah data harga saham syariah dan data suku bunga konvensional. Sebagai representasi dari harga saham syariah adalah JII dan sebagai representasi suku bunga konvensional diambil data dari SBI.

Berdasarkan hasil olah data yang dilakukan dapat diambil kesimpulan bahwa antara kedua variabel yang diuji tidak mempunyai hubungan dalam jangka panjang (kointegrasi). Karena 2 variabel yang diuji adalah JII, yang merupakan representasi dari saham syariah, dan SBI, yang merupakan representasi dari tingkat bunga konvensional maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat hubungan dalam jangka panjang antara kedua variabel tersebut.

**DAFTAR PUSTAKA**

- Al-Qur'an, *Surah As- Sad:24*
- Bapepam. 2007. "Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan Nomor: KEP-325/BL/2007 tentang Daftar Efek Syariah." Bapepam – Depkeu. Jakarta.
- Hamzah, Ardi dan Auliyah Robiyatul. 2006. "Analisa Karakteristik Perusahaan, Industri dan Ekonomi Makro terhadap Return dan Beta Saham Syariah di Bursa Efek Jakarta." Jurnal

Simposium Nasional Akuntansi IX.  
Padang.

Husnan, Suad. 2003. *“Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas, Edisi Ketiga.”* UPP AMP YKPN. Yogyakarta.

Muhajir, M. Harris, 2008, *“Analisis Kointegrasi : Keterkaitan Jakarta Islamic Indeks dengan IHSG dan SBI di Bursa Efek Jakarta (Periode April 2005 – Juli 2007)”*, Tesis Tidak Dipublikasikan

Winarno, Wing Wahyu. 2011. *“Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews”* Edisi 3, UPP STIM YKPN. Yogyakarta

[www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)

[www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)