

Volatilitas Equivalen Rate Deposito Mudharabah Dan Kapitalisasi Saham Syariah Di Indonesia

Oleh :
Susilo Setiyawan¹

Abstract

Disintermediator phenomena in financial market show that many people tend to invest in the stock market more than in banking. That's happened, because stock returns favorable than bank deposits equivalent level. But, there is a big risk in the stock market. It's natural, financial market say that high risk high return, low risk low return.

This study attempts to explore the extent to which the conditional volatilities of both deposit equivalent rate and share capitalization syariah in Indonesia. This study that employed the Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity or GARCH (1,1) analysis are employed for the monthly data starting from July 2007 to June 2012 in this study. So, if we do not want to loss, we must have to analyze the performance of the stock, especially stock volatility. This research use to GARCH Model to estimation. The study finds that the equivalent rate of deposit and the capitalization of Shariah share volatility does not affect.

Key Words : GARCH, volatility, deposit equivalent rate and capitalization of Shariah share

¹Dosen Fakultas Ekonomi Jurusan Ilmu Ekonomi Unisba, Mahasiswa Program Doktor Ilmu Ekonomi UII dan Penerima Beasiswa Unggulan Badan Kerjasama Luar Negeri Depdikbud RI

I. PENDAHULUAN

Indonesia sebagai negara berkembang mempunyai sumber pertumbuhan ekonomi yang luas. Untuk meningkatkan dukungan sumber-sumber pertumbuhan ekonomi, diperlukan pembiayaan baik yang bersumber dari perbankan maupun dari lembaga keuangan lainnya. Sumber pembiayaan lembaga keuangan lainnya dapat diperoleh melalui beberapa sumber, seperti Bursa Efek Indonesia (BEI). Seiring dengan berjalannya waktu, sumber pembiayaan BEI menjadi semakin terbatas, dengan adanya kesadaran masyarakat akan investasi berbasis non ribawi. Hal ini mendorong BEI untuk mengembangkan instrumen dan sekaligus untuk memberikan peluang bagi masyarakat luas dalam berinvestasi dengan instrumen keuangan berbasis syariah. Instrument keuangan berbasis syariah berkembang sangat pesat. Fenomena inilah yang memacu BEI untuk selalu berinovasi di pasar modal syariah. Perkembangan pasar keuangan menunjukkan semakin maju peradaban ekonomi masyarakat Indonesia, semakin besar peran pasar modal yang diikuti dengan semakin mengecilnya peran perbankan komersial di dalam memobilisasi dana ke sektor produktif. Fenomena ini disebut sebagai disintermediasi pasar keuangan.

Menilik dari perkembangan tiga instrumen pasar modal syariah saat ini, optimispun mencuat dari pelaku pasar. Tren investasi saham syariah di Indonesia terus meningkat dimasa mendatang seiring dengan

tingkat kesadaran masyarakat akan pentingnya investasi untuk keperluan masa depan. Sejumlah indikator dan faktor pendorongnya, diantaranya kapitalisasi pasar modal terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) Indonesia yang masih sekitar 47 % menunjukkan masih banyak ruang bagi investasi saham untuk terus berkembang. Walaupun secara nasional pasar modal di Indonesia baru dilirik 0,2 % dari jumlah penduduk Indonesia (Bank Indonesia, 2011)

Semakin diminati saham syariah memicu lahirnya Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), sebuah indeksasi seluruh saham syariah. Sedikit berbeda dengan Jakarta Islamic Indeks (JII) yang berisi top 30 saham syariah, saham di ISSI menggambarkan kinerja seluruh saham syariah di Indonesia. ISSI diluncurkan pada Mei 2012 semakin tenar dan telah memuat 53 % dari jumlah saham yang tercatat di BEI. Metode perhitungan ISSI sama dengan indeks lain di BEI dengan rata-rata tertimbang kapitalisasi pasar. Komponen itu mencakup semua saham yang dimasukkan dalam Daftar Efek Syariah (DES) yang dikeluarkan oleh Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam LK) dalam enam bulan. Tanggal acuan untuk ISSI adalah Desember 2008 dengan indeks 100. Saat ini terdapat 285 saham dengan kapitalisasi pasar mencapai 53,6 % dari total kapitalisasi pasar di BEI. Perkembangan saham syariah sampai Juli 2012, DES yang berlaku adalah DES periode I tahun 2012 yang berjumlah 291

saham. Dari 291 saham syariah tersebut, 285 saham diperoleh dari hasil penelaahan DES periodik per tanggal 24 Mei 2012 dan 6 saham diperoleh dari hasil penelaahan DES insidental bersamaan dengan efektifnya pernyataan pendaftaran Emiten yang melakukan penawaran umum perdana (Bapepam LK, 2012)

Kinerja saham syariah di Indonesia yang terus mengalami peningkatan dimasa mendatang seiring dengan tumbuhnya perekonomian Indonesia maupun dunia. Pangsa pasar saham syariah di Indonesia yang masih sangat kecil merupakan peluang yang sangat besar untuk meningkatnya kinerja saham syariah di Indonesia. Dilihat dari sektornya, sektor perdagangan barang, jasa dan investasi menguasai 26,70 % dari seluruh saham syariah di Indonesia. Namun dari jumlah investor saham syariah belum dapat diukur, karena dengan sistem dan aturan belum dibedakan antara investor syariah dan non syariah. (Bapepam LK, 2012).

Interaksi antara volatilitas pasar saham dan variabel makroekonomi telah banyak diteliti dalam literatur ekonomi keuangan. Di antara pertanyaan yang paling relevan diajukan adalah: sejauh mana kekuatan variabel independen dari variabel kebijakan moneter mampu menjelaskan volatilitas kapitalisasi pasar saham syariah? Black (1976) dan Christie (1982) memberikan bukti empiris tentang hubungan antara volatilitas pasar saham dan leverage ekonomi keuangan di AS. Beberapa studi lainnya juga telah

meneliti penyebab volatilitas pasar saham terutama disebabkan makroekonominya. Liljeblom dan Stenius (1997), Kearney dan Daly (1998), Muradoglu dkk. (1999) dan Morelli (2002) memberikan bukti lebih lanjut tentang makroekonomi penyebab dari volatilitas pasar saham.

Bukti tingkat pengembalian deposito mudharabah dapat mempengaruhi tingkat keuntungan perusahaan melalui harapan di mana investor akan mendapatkan dividen yang lebih tinggi di masa depan. Sebagian besar perusahaan mendukung peralatan mereka dan persediaan melalui pembiayaan. Penurunan tingkat pengembalian deposito mudharabah akan mengurangi biaya pembiayaan dan pada saat yang sama memberikan insentif untuk perusahaan untuk memperluas operasi mereka. Konsekuensinya, nilai ekspektasi masa depan perusahaan akan meningkat. Maysami (2004) menjelaskan bahwa sebagian besar saham dibeli melalui uang investor yang dipinjam dari lembaga keuangan. Kenaikan tingkat pengembalian deposito mudharabah akan meningkatkan biaya untuk membeli saham. Investor akan mencoba untuk menemukan saham yang dapat memberikan tingkat pengembalian yang lebih tinggi untuk menyeimbangkan biaya pembiayaan, yang dipinjam dari lembaga keuangan. Ketika ini terjadi, permintaan terhadap saham akan menurun dan pada saat yang sama menurunkan kapitalisasi pasar saham syariah.

Dengan menggunakan Model GARCH, Stenius (1991) menganalisis volatilitas harga saham dan mengevaluasi apakah terdapat hubungan antara peningkatan volatilitas dan premi risiko, yang memerlukan investor untuk mempertahankan saham. Su dan Fleisher (1998) juga menerapkan model GARCH untuk memperkirakan model empiris yang menangkap efek dari variabel informasi lokal dan global terhadap mean bersyarat dari pendapatan pasar saham. Mereka juga menemukan bahwa intervensi pemerintah memiliki dampak yang signifikan terhadap volatilitas pasar saham di Cina. Pengalaman volatilitas pasar saham di Malaysia telah secara ekstensif disorot dalam beberapa tahun terakhir. Tang dan Garnon (1998) menilai model GARCH dalam memprediksi volatilitas di pasar saham Malaysia dan saham individu. Ibrahim dan Jusoh (2001) menyelidiki penyebab volatilitas pasar saham dengan menggunakan Generalized Least Squares (GLS). Temuan menunjukkan bahwa di antara penentu yang paling penting dari volatilitas bersyarat Jakarta Composite Index (JCI) adalah volatilitas, uang beredar tertinggal, indeks industri dan tingkat inflasi. Ibrahim (2002) membandingkan dua pendekatan yaitu standar deviasi rata-rata bergerak dan model ARCH untuk menguji hubungan antara volatilitas pasar saham dan volatilitas ekonomi makro. Ia menemukan bahwa adanya kausalitas searah berjalan dari volatilitas nilai tukar dan volatilitas cadangan untuk volatilitas pasar saham.

Berdasarkan latar belakang diatas penulis ingin mengetahui sejauhmana volatilitas equivalen rate deposito mudharabah dan kapitalisasi saham syariah di Indonesia, sehingga investor akan memiliki gambaran mana yang lebih rentan dari produk-produk lembaga keuangan.

II. Tinjauan Literatur

Konsep Dasar Investasi Syariah

Al-Qur'an dan Sunnah, sumber utama hukum Islam, dengan tegas nash Qs. 2 : 275 bahwa bunga *diharamkankan* karena riba. Maka dalam berinvestasi Islami memberikan panduan prinsip-prinsip universal untuk transaksi keuangan Islam. (Qs. 4:29)

I. Konsep Kemitraan dalam Fikih Islam

Investasi (konsep syirkah) menurut hukum Islam sebagai warisan hukum Islam. Pendapat ahli hukum Islam tidak terdapat pertentangan dalam konsep syirkah. Masalah paling penting yang dihadapi ahli hukum Islam modern setelah meletakkan prinsip-prinsip yang mengatur masalah riba. Madzab Muslim menjelaskan perbedaan bentuk kontrak pada kemitraan yang dibagi dalam kategori berikut :

a. Sharikat-ul-Amwal (Perusahaan Efek)

Bentuk kemitraan dimana dua atau lebih pasangan setuju untuk berpartisipasi dalam kegiatan komersial, masing-masing menyumbang bagian tertentu dari dana cair. Jenis kemitraan ini ada dua kategori, yang pertama disebut *sharikat al-mufawadah*, yang kedua *sharikat al-'inan*. Dalam *sharikat al-*

'*inan* wewenang mitra satu sama lain untuk bertindak independen dalam membuat keputusan bisnis dan setuju untuk terikat oleh keputusan tersebut, baik yang dilakukan dengan adanya atau tidak adanya mitra yang mereka buat. Sehingga masing-masing pasangan memiliki kompetensi gabungan untuk bertindak baik sebagai Wakil (Agen) dan kafil (penjamin) untuk orang lain. Sebuah kontrak dari kategori kedua membatasi kemampuan mitra dalam membuat keputusan bisnis, masing-masing bertindak sebagai agen dan harus mencari persetujuan dari mitra lain dalam keputusan bisnisnya. Kategori pertama (*Sharikat al-'inan*) menjadi (*sharikat al-mufawadah*) jika kondisi penting seperti kesetaraan saham mitra dan kewajiban non-eksistensi dalam kontrak kemitraan mufawadah. *Sharikat al-mufawadah* diakui oleh Madzab Hanafi dan Madzab Maliki, tetapi ditolak oleh Madzab Syafi'i yang mengakui, bersama dengan Madzab Zahirī, Hanbali dan Ja'fari hanya *sharikat al-'inan*.

b. Sharikat-ul-Sanai

Jenis kemitraan biasanya dibuat antara pedagang atau pengrajin yang sama atau berbeda, di mana mereka setuju untuk menerima tugas kerja dan untuk membagi keuntungan di antara mereka sendiri. Kategori ini pada gilirannya dapat menjadi kemitraan *mufawadah* atau *inan*. Bentuk kemitraan belum diakui oleh Madzab Syafi'i, Zahirī dan Ja'fari, tetapi diterima oleh Madzab Hanafi, Maliki dan Hanbali.

c. Sharikat-ul-Wujuh

Penganut Madzab Maliki dan Hanafi berbeda dalam mendefinisikani dari jenis kemitraan. Maliki tidak mengizinkan jenis kemitraan sebagai diketahui mereka, di mana seorang pria bertubuh tinggi dan reputasi yang baik akan menjual kepada orang yang tidak dikenal yang adalah pemilik modal. Imam Hanafi, bagaimanapun, melihat ini sebagai bentuk kerjasama antara dua orang yang mempunyai tidak modal mereka sendiri, yang melakukan kegiatan komersial menggunakan maal (kekayaan, modal) dari sepertiga pihak, di mana mitra menarik pada niat baik mereka dan reputasi untuk membeli komoditas secara kredit dan menjual sama secara tunai. Bentuk kemitraan diakui oleh Hanafi dan Hanbali sebagai mufawadah atau 'bentuk *inan*.

d. Mudharabah

Bentuk kemitraan melibatkan pembayaran dari salah satu pasangan (disebut *rabb-ul-maal*, pemilik modal) yang lain (disebut *mudharib*, manajer) untuk berinvestasi dalam sebuah perusahaan untuk saham biasa disepakati dalam bagi hasilnya.

Jika kita bergerak dari hukum ini gambaran singkat tentang jenis kemitraan dalam Hukum Islam ke bentuk modern dari kemitraan, kita akan menemukan kemiripan yang besar antara kemampuan syariah Mudarabah dan apa yang dikenal dalam hukum konvensional sebagai kemitraan dalam *commendam*, dan juga antara perusahaan

saham (*sharikat-ul-amwal*, atau *al-mufawadah* menurut Hanafi) dan kewajiban bersama perusahaan modern. Dalam hukum konvensional, perusahaan-perusahaan ini disebut *Sharikat-ul-Ashkhas* (Perusahaan perseorangan), karena mereka terbentuk atas dasar kesepakatan bersama dari para mitra. Dengan demikian konsep kemitraan dalam warisan hukum Islam adalah sama dengan kemitraan dalam arti konvensional.

Perlu dicatat bahwa konsep saham perusahaan menurut terminologi saat ini berbeda dengan yang di bahasa hukum Islam, kami menemukan bahwa sebuah saham perusahaan, apakah dari jenis *inan* atau *mufawadah*, tergantung pada mitra yang berpartisipasi dalamnya dengan menyumbangkan kekayaan dan pekerjaan. Hal ini memerlukan pembatalan kontrak dari mitra. sekali salah satu mitra memilih untuk menetapkan bagian untuk orang lain, kecuali mitra lainnya memilih untuk menjaga beroperasi kemitraan dan bekerja dengan mitra baru. Namun, konsepsi modern sebuah saham perusahaan sepenuhnya mengabaikan sisi pribadi dan memberikan keunggulan untuk sisi keuangan, ia tidak menetapkan bahwa pasangan harus saling mengenal, juga kontrak kemitraan tersebut tidak datang terakhir setelah beberapa mitra memilih untuk keluar. Para mitra memiliki apa-apa selain saham modalnya di kemitraan, yang menentukan tanggung jawab keuangan mereka dan jumlah suara yang mereka miliki dalam pertemuan tahunan sidang umum.

Ahli hukum Islam awalnya tidak memisahkan kemitraan dari mitra, dan tidak mengakui eksistensi independen untuk kemitraan selain dari mitra, seperti yang terjadi di saham perusahaan patungan yang modern yang memiliki independen keuangan dan kepribadian hukum. Karena itu, mereka ahli hukum modern yang menolak saham bersama perusahaan sebagai melanggar hukum dari perspektif syariah (seperti Sheikh Taqiyyu-d-Din al- Nabhani) tidak bisa menemukan dasar hukum dalam warisan dari prinsip-prinsip hukum Islam.

Maka konsep tersebut diatas meragukan penggunaan diskonto. Anas Zarqa (1992) menyebutkan diskonto sebagai *opportunity cost* untuk efisiensi, hanya saja dia tidak menggunakan *interest rate* sebagai faktor diskonto, sebagai alternatif digunakan *rate of return* dari *asset* beresiko semisal saham dengan menggunakan *Earning per share* dengan harga (E/P). Idenya seperti teori *cost of capital* Modigliani dan Miller yang menyebutkan bahwa setiap asset memiliki rate yang berbeda-beda. M. Akhram Khan (1992) menentang penggunaan rate sebagai faktor diskonto, karena konsep diskonto mendorong legitimasi bunga. Sedangkan argumen efisiensi dijawab dengan memajukan faktor-faktor lain sebagai penentu efisiensi, misalnya proses manajerial. Faktor diskonto yang digunakan sebagai *cost of capital* tergantung dari asset dan resiko yang dikandungnya. Islam membolehkan pinjam meminjam dengan konsep profit and loss

sharing. Hal itu berarti, Islam mendorong umatnya untuk menjadi investor dan bukannya kreditor. Investor selalu berhadapan dengan resiko yang berarti risk *sharing*. Dengan demikian, penghitungan *cost of capital* dalam pendanaan Islam akan lebih menjurus ke *cost of equity*.

Menurut Van Deer Heidjen (1996), hasil masa depan yang memiliki ketidakpastian dapat digolongkan menjadi tiga : *risk*, *structural uncertainties* dan *unknownables*. *Risk*, memiliki preseden historis dan dapat dilakukan estimasi probabilitas untuk tiap hasil yang mungkin muncul. *Structural uncertainties* adalah kemungkinan terjadinya suatu hasil bersifat unik, tidak memiliki preseden dimasa lalu, tetapi tetap terjadi dalam logika kausalitas. Sedangkan *unknownables* menunjuk kejadian yang secara ekstrim munculannya tidak terbayangkan sebelumnya. Dengan demikian kasus *gharar* akan banyak terjadi pada *unknownables*.

Al-Suwailem (1999), resiko dibedakan menjadi dua tipe yaitu resiko pasif, seperti *game of chance*, yang hanya mengandalkan keberuntungan, Kedua, resiko *responsive* yang memungkinkan adanya probabilitas hasil output dengan hubungan kausalitas yang logis (*game of skill*). Kesediaan menanggung resiko merupakan hal yang tidak terhindarkan, tetapi resiko yang dihadapi adalah resiko yang melibatkan pengetahuan, sebagai *game of skill* bukan *game of chance*. Jika *game of skill* dibolehkan maka konsekuensi logisnya adalah

keharusan penguasaan manajemen resiko. Karenanya, upaya pengelolaan resiko dalam manajemen investasi melalui diversifikasi dan pemanfaatan *financial engineering instrument* semacam *derivatives*, dapat diselidiki lebih lanjut untuk pencegahan *gharar* ini.

Segala jenis sekuritas yang menawarkan *predetermined fixed-income*, dalam Islam tidak diperbolehkan, karena termasuk kategori riba. Instrumen-instrumen yang dibolehkan, baik secara penuh atau dengan catatan-catatan meliputi saham (*stock*) dan *Islamic bonds*, *profit-loss sharing based government securities*, penggunaan institusi pasar sekunder dan mekanismenya semisal *margin trading*.

Untuk investor muslim, investasi pada saham (*equity investment*) memang sudah semestinya menjadi preferensi untuk menggantikan investasi pada *interest yielding bonds* atau sertifikat deposito, walaupun jika kemudian dinyatakan oleh fiqh klasik bahwa saham tidak bisa dipersamakan dengan instrumen keuangan Islami seperti kontrak *mudharabah* atau *musyarakah*. Saham dapat dijual kapan saja pada pasar sekunder tanpa memerlukan persetujuan dari perusahaan yang mengeluarkan saham sehingga saham lebih likuid dan lebih *attractive* dibanding *mudharabah* atau *musyarakah*.

Pasar yang efisien adalah pasar yang stabil dimana fluktuasi harga karena tindakan irrasional disingkirkan. Sedangkan pasar modal yang waras adalah dengan membuat perilaku rasional dalam harga saham sesuai

dengan tingkat deviden dan ekspektasi yang wajar. Ketidakwajaran dalam fluktuasi harga yang tidak waras disebabkan beberapa faktor yaitu spekulasi yang didukung dengan *margin trading*. Para spekulan mencari keuntungan dari perbedaan harga dalam jangka pendek.

Spekulasi dengan *margin trading* mendorong terjadinya *bubble*, *overreaction*, *mania*, ataupun *overshooting*. Oleh karenanya Chapra menyarankan perdagangan dengan 100% margin atau melakukan pembayaran penuh untuk mencegah fluktuasi yang tidak waras tersebut. Hal ini sejalan dengan Miller, Scholes dan Hawke (1987) yang meneliti *crash* oktober 1987, yang menunjukkan bahwa persentase margin berkorelasi negatif dengan fluktuasi yang diukur dengan standar deviasi. Makin tinggi persentase margin makin rendah fluktuasinya. Oleh karenanya disarankan menaikkan margin untuk *derivatives trading*.

Fluktuasi bertambah parah bila keputusan yang diambil berdasarkan rumor dan bahkan tipuan. Tingkat "dosa" manipulator tentunya jauh lebih besar dibanding spekulan, karena spekulan tidak punya kekuatan apa-apa untuk mempengaruhi pasar sedangkan manipulator mempengaruhi pasar untuk keuntungan pribadi, contohnya adalah *insider trading*. Pencegahan atas praktek yang tidak waras ini adalah dengan pengawasan dan pemberlakuan aturan yang lebih ketat dari badan pengawas atau istilahnya adalah transparansi.

Spekulasi dapat membantu penentuan harga efisien jika spekulan bergerak dengan arah berbeda dan saling mengkorekai. Tetapi bila yang terjadi adalah efek bebek atau *herding behavior*, yang terjadi bukannya ekuilibrium harga wajar tetapi fluktuasi tajam. Ditekankan sekali tentang pentingnya menangkal spekulasi yang mengakibatkan terjadinya fluktuasi harga tajam yang tidak ada sangkut pautnya dengan kinerja perusahaan. Penetapan harga maksimum sebagai salah satu wujud intervensi dibolehkan dalam Islam. Akan tetapi hal ini menyebabkan batasan pada bekerjanya mekanisme pasar. Terdapat kekhawatiran, bahwa penerapan prinsip-prinsip Islam dalam pasar modal akan menyebabkan inefisiensi pasar. Dianggap ada *trade-off* antara nilai Islam dengan efisiensi pasar.

2.1 Dasar Bursa Efek Syariah

Dalam perusahaan saham syariah, pemilik saham merupakan pemegang saham-saham di perusahaan. Saham tersebut adalah dokumen yang memberikan bukti pemegang saham memiliki hak atas kekayaan saham di perusahaan yang terdiri dari modal disetor, aktiva dan mempertahankan keuntungan. Ada beberapa jenis saham : saham biasa, yang tunduk pada laba rugi, saham preferen, yang mendapatkan bagian laba atas saham direalisasikan pada tingkat pra-tetap dikenal dan saham pinjaman, yang mendapatkan keuntungan pada tingkat bunga tetap sebesar bunga. Mayoritas ahli

hukum Muslim kontemporer dalam kesepakatan memperbolehkannya perdagangan dengan saham biasa, yang mirip dengan saham dalam hukum Mudarabah. Mereka sepakat untuk melarang berurusan dengan dua saham lainnya.

Konsensus para ahli hukum Islam kontemporer pada kebolehan pertukaran saham biasa melalui transaksi pembelian dan penjualan. Hal ini didasarkan pada adat (urf), menerapkan peribahasa "hukum Itu yang dikenal sebagai kebiasaan, akan memiliki kekuatan apa yang disebutkan sebagai kondisi". Namun, pembelian saham atau saham di sebuah perusahaan saham secara Syariah tidak dipandang sebagai transaksi pembelian komoditas terpencil yang dipengaruhi hanya untuk memuaskan keinginan pribadi untuk memiliki, mengkonsumsi atau berinvestasi. Saham berbeda dari komoditas ekonomi lain, syariah telah menempatkan pembatasan pada saham sektor keuangan yang tidak membuatnya benar-benar mirip dengan komoditas ekonomi lainnya dalam jenis yang memiliki utilitas tertentu, apakah komoditas lainnya yang bersifat investasi atau konsumsi. Inilah pembatasan yang harus membedakan model Islam dari sebuah pasar saham dari model kapitalis. Oleh karena itu, pembelian dan penjualan saham tersebut perlu lebih berhati-hati pertimbangan untuk menghindari terjadinya gharar dan jahalah yang dilarang oleh syariah, maka kesesuaian hukum penawaran dan permintaan untuk menentukan

pertukaran nilai suatu saham. sehingga saham model Islam harus memenuhi dua kondisi dasar yang bertujuan menghilangkan jahalah dan gharar dalam pertukaran saham.

Menurut literatur klasik dasar prinsip syariah untuk transaksi keuangan seperti larangan Riba, perjudian, Gharar, paksaan, kecurangan. (Ibnu Taimiyyah, 1999; As-Sarakhsi, 1978; Al-Kasani, 1983; Ibnu Rusyd, 1975; Hasani, 1986) Ibn al-Qaiyyim al-Jawziyyah, prinsip fundamental untuk setiap transaksi adalah sah, kecuali ada larangan yang jelas dinyatakan dalam Al-Qur'an atau Sunnah. (Ibnu Qayyim Al-Jawziyyah, 1991, v 1, hal. 334). Beberapa literatur modern yang menggambarkan hukum keuangan Islam pada umumnya tanpa berfokus pada pasar saham. (Vogel & Samuel, 1998; Rosly, 2005; El-Gamal, 2006) Al-Khaiyyat dan Fahd telah menjelaskan secara rinci kebolehan dari pasar saham dalam Islam tetapi bagian lain yang berhubungan dengan pasar saham. Al-Khalil menganalisis sifat, jenis dan karakteristik saham dan obligasi, membuat perbandingan dan memberikan prinsip-prinsip syariah untuk saham dan obligasi serta perdagangannya. Dia juga menyoroti Zakat dari saham dan alternatif paradigma obligasi Halal. Al-Zundi yang meliputi broker untuk syariah, berbagai jenis kontrak di perdagangan saham seperti kontrak forward dan future, margin trading dan untuk penerbitan obligasi dan saham syariah. Zaky mengadopsi pendekatan komparatif terhadap pasar saham dari kedua perspektif baik Islam dan Barat. Dia

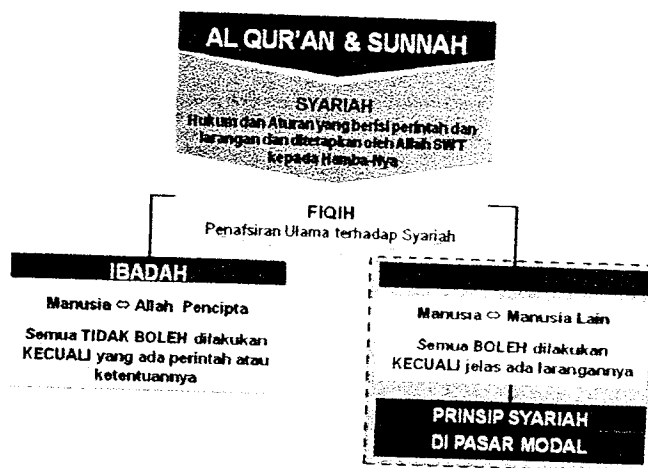
menguraikan prinsip-prinsip syariah untuk transaksi efek dan membuat perbandingan antara sekuritas Islam dan Barat. Dia menegaskan bahwa saham biasa adalah halal, namun seperti saham adalah tidak, karena "karena investasi dalam saham biasa adalah halal, investasi lembar saham tidak halal".

Instrumen yang diperdagangkan di pasar saham dan struktur dan praktek pasar saham sesuai dengan syariah Islam. Obaidullah mengatakan tentang etika dan efisiensi pasar saham Islam. Dia berargumen bahwa pasar saham yang penuh dengan prinsip-prinsip etika Islam tidak kekurangan efisiensi. Seif membahas aspek syariah dan aspek ekonomi pasar saham, dan menyimpulkan dengan menentukan kriteria optimal model pasar saham Islam. (Seif I. Tag El-Din, 2002) Al-Barwari dan Sabri Harun telah menggambarkan pasar saham konvensional dan kemudian mencoba menganalisis penilaian untuk saham dan obligasi syariah, syariah menuntun untuk berbagai jenis perdagangan seperti short selling, margin penjualan perdagangan, foward, future dan opsi.

2.2 Konsep Dasar Pasar Modal Syariah Di Indonesia

Definisi pasar modal sesuai dengan Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UUPM) 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.



Grafik 1
Dasar Hukum Pasar Modal Syariah

Berdasarkan definisi tersebut, terminologi pasar modal syariah dapat diartikan sebagai kegiatan dalam pasar modal sebagaimana yang diatur dalam UUPM yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Oleh karena itu, pasar modal syariah bukanlah suatu sistem yang terpisah dari sistem pasar modal secara keseluruhan. Secara umum kegiatan Pasar Modal Syariah tidak memiliki perbedaan dengan pasar modal konvensional, namun terdapat beberapa karakteristik khusus Pasar Modal Syariah yaitu bahwa produk dan mekanisme transaksi tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah.

Kegiatan pasar modal syariah di Indonesia secara umum tidak berbeda dengan kegiatan pasar modal yang telah kita kenal selama ini. Pasar modal syariah di Indonesia dilaksanakan berdasarkan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal. Berdasarkan Peraturan Bapepam-LK Nomor IX.A.13,

Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal adalah prinsip hukum Islam dalam kegiatan pasar modal yang berdasarkan fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), sepanjang fatwa dimaksud tidak bertentangan dengan Peraturan ini dan/atau Peraturan Bapepam-LK yang didasarkan pada fatwa DSN-MUI.

Efek-efek yang dapat diperdagangkan di pasar modal syariah telah diatur dalam peraturan Bapepam-LK Nomor IX.A.13 Tentang Penerbitan Efek Syariah. Dalam peraturan tersebut didefinisikan bahwa Efek Syariah adalah Efek sebagaimana dimaksud dalam Undang-Undang Pasar Modal dan peraturan pelaksanaannya yang akad, cara, dan kegiatan usaha yang menjadi landasan penerbitannya tidak bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal. Jenis Efek yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah dimasukkan dalam suatu kumpulan Efek Syariah yang disebut dengan Daftar Efek Syariah.

Peraturan Bapepam-LK Nomor II.K.1 Tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah mendefinisikan Daftar Efek Syariah adalah kumpulan efek yang tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal. Berikut ini adalah definisi Efek-efek yang diperdagangkan di Pasar Modal Syariah Indonesia berdasarkan Peraturan Bapepam-LK Nomor IX.A.13:

o Reksa Dana Syariah adalah Reksa Dana sebagaimana dimaksud dalam Undang-Undang Pasar Modal dan peraturan

pelaksanaannya yang pengelolaannya tidak bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal.

- o Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset Syariah adalah kontrak antara Manajer Investasi dan Bank Kustodian yang mengikat pemegang Efek Beragun Aset dimana Manajer Investasi diberi wewenang untuk mengelola portofolio investasi kolektif dan Bank Kustodian diberi wewenang untuk melaksanakan Penitipan Kolektif, yang pelaksanaannya tidak bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal.
- o Efek Beragun Aset Syariah adalah Efek yang diterbitkan oleh Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset Syariah yang portofolionya terdiri dari aset keuangan yang tidak bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal.
- o Sukuk adalah Efek Syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak tertentu (tidak terpisahkan atau tidak terbagi (*syuyu'undivided share*)) atas:
 - ✓ aset berwujud tertentu (*a'yan maujudat*);
 - ✓ nilai manfaat atas aset berwujud (*manafiul a'yan*) tertentu baik yang sudah ada maupun yang akan ada;
 - ✓ jasa (*al khadamat*) yang sudah ada maupun yang akan ada;
 - ✓ aset proyek tertentu (*maujudat masyru' mu'ayyan*); dan/atau

- ✓ kegiatan investasi yang telah ditentukan (*nasyath istismarin khashah*).

Akad yang dapat digunakan dalam penerbitan Efek-efek seperti *Mudharabah (Muqaradhah)/Qiradh, Wakalah, Musyarakah, Salam, Istishna', Ijarah, Kafalah*. Sedangkan Efek-efek yang tidak boleh diperdagangkan di pasar modal syariah adalah Efek-efek yang diterbitkan tidak sesuai dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal dan transaksi yang di dalamnya mengandung unsur *dharar, gharar, riba, maysir, risywah*, maksiat dan kezaliman.

Fatwa DSN-MUI No. 40 dan kondisi perdagangan Efek Syariah saat ini. Dalam fatwa Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) Nomor 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal, telah disebutkan bahwa transaksi yang tidak boleh dilakukan adalah transaksi yang bersifat spekulasi dan manipulasi yang di dalamnya mengandung unsur *dharar, gharar, riba', maysir, risywah*, maksiat dan kezaliman.

Transaksi tersebut yaitu *Najsy, Bai' al-ma'dum, Insider trading*, menimbulkan informasi yang menyesatkan, *Margin Trading, Ihtikar* (penimbunan), transaksi-transaksi lain yang mengandung unsur-unsur di atas.

Demikian pula, dalam Peraturan Bapepam dan LK Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah, telah dijelaskan

bahwa kegiatan usaha yang bertentangan dengan prinsip syariah di pasar modal, antara lain meliputi:

- a. perjudian dan permainan yang tergolong judi
- b. perdagangan yang dilarang menurut syariah, antara lain:
 - 1) perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang/jasa; dan
 - 2) perdagangan dengan penawaran/permintaan palsu;
- c. jasa keuangan ribawi, antara lain:
 - 1) bank berbasis bunga; dan
 - 2) perusahaan pembiayaan berbasis bunga;
- d. jual beli risiko yang mengandung unsur ketidakpastian (*gharar*) dan/atau judi (*maysir*), antara lain asuransi konvensional
- e. memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan dan/atau menyediakan antara lain:
 - 1) barang atau jasa haram zatnya (*haram li-dzatihi*)
 - 2) barang atau jasa haram bukan karena zatnya (*haram li-ghairihi*) yang ditetapkan oleh DSN-MUI
 - 3) barang atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.
- f. melakukan transaksi yang mengandung unsur suap (*risywah*)

Dengan adanya berbagai ketentuan dan pandangan syariah seperti di atas diharapkan dapat dihindari kemungkinan terciptanya kondisi *gharar* dan *maysir* serta praktik *tadlis* (ketidak sempurnaan informasi), *ihtikar* (gangguan pada penawaran) dan

najasy (gangguan pada permintaan). Ketentuan dan fatwa tersebut berlaku baik bagi Emiten maupun bagi Investor sehingga dapat terbentuk pasar modal yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah dengan terpenuhinya 4 (empat) aspek, yaitu:

- a. Emiten dan Efek yang diterbitkannya memenuhi kaidah keadilan, kehati-hatian dan transparansi;
- b. Pelaku pasar (investor) yang telah memiliki pemahaman yang baik tentang risiko dan manfaat transaksi di pasar modal;
- c. Infrastruktur informasi Bursa Efek yang transparan dan tepat waktu yang merata di publik yang ditunjang oleh mekanisme pasar yang wajar;
- d. Pengawasan dan penegakan hukum oleh otoritas pasar modal dapat diselenggarakan secara efektif.

2.3 Penelitian sebelumnya

Fokus penelitian pada hubungan antara perkembangan pasar saham Islam dan variabel ekonomi makro di Malaysia. Secara umum tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengamati hubungan ini dalam konteks Malaysia. Untuk mencapai tujuan, estimasi Vector Auto Regresi (VAR). Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah Kuala Lumpur Syariah Index (KLSI), Indeks Produksi Industri (IPI), Indeks Harga Konsumen (CPI), Uang Beredar Agregat (M3), Islam Inter Bank Rate (IIR) dan Nilai Tukar Ringgit Malaysia- Dolar Amerika Serikat. Penelitian ini menggunakan data

bulanan dari April 1999 hingga Oktober 2007 diambil dari sumber yang berwenang. Temuan menunjukkan bahwa harga saham Islam adalah berkointegrasi dengan variabel makroekonomi yang dipilih di mana harga saham berhubungan positif dan signifikan dengan IPI, variabel CPI berpengaruh secara negatif dan signifikan dengan variabel M3 dan USD. Sementara itu, hubungannya variabel IIR ditemukan negatif tetapi tidak signifikan. Dari aspek hubungan kausalitas Granger ditemukan bahwa variabel CPI, M3 dan MYR adalah penyebab Granger untuk KLSI dan KLSI adalah penyebab Granger untuk IPI, CPI dan IDR. (Mohd Yahya Mohd Hussin, dkk, 2012 : 2152-1034)

Penelitian sebelumnya menemukan bahwa pasar indeks saham Islam di Malaysia (KLSI), tidak bereaksi, atau bereaksi negatif terhadap suku bunga, meskipun salah satu kriteria utama Keuangan Islam adalah untuk menghindari usaha dan kegiatan yang menghasilkan bunga karena dilarang dalam hukum Islam. Di sisi lain, penelitian indeks pasar saham Islam di Amerika Serikat (DJIMI) menemukan bahwa tidak ada dampak dari suku bunga DJIMI. Kedua Indeks pasar saham memiliki kriteria penyaringan yang berbeda dan komposit yang berbeda efek. Penelitian ini bertujuan untuk menyelidiki dampak kebijakan variabel moneter, pengaruh suku bunga, dan penggunaan indeks pasar saham sebagai lindung nilai terhadap inflasi. Hal ini juga mengkaji volatilitas variabel moneter, suku bunga, dan tingkat inflasi pada

dua indeks saham pasar Islam. Dengan menggunakan analisis time series seperti GARCH Hasilnya adalah sebagai berikut. Hal ini ditemukan bahwa dalam model univariat varians dari konvensional indeks bahwa M1, M3, tingkat inflasi, dan pertumbuhan riil GDP signifikan dalam mempengaruhi volatilitas JCI, sementara M2, M3, tingkat inflasi dan suku bunga dipengaruhi volatilitas DJINA. Di sisi lain, dalam indeks Islam, KLSI dan DJIMI varians dipengaruhi oleh M2, M3, dan tingkat inflasi. Selain itu, dalam multivariat model, DJIMI dipengaruhi oleh tingkat bunga dan tingkat inflasi dalam mean dan persamaan varians. Sebaliknya, KLSI dipengaruhi umum dalam mean dan persamaan varians dengan M3, dan tingkat inflasi. (Mohamed Shikh Albaity, 2011)

Penelitian ini mencoba untuk mengeksplorasi sejauh mana volatilitas bersyarat dari pasar saham baik konvensional maupun Islam di Malaysia terkait dengan volatilitas bersyarat dari variabel kebijakan moneter. Di antara variabel kebijakan moneter diuji dalam penelitian ini adalah jumlah uang beredar sempit (M1), jumlah uang beredar luas (M2), suku bunga (TBR), nilai tukar (IDR), dan Indeks Produksi Industri (IPI), sedangkan Kuala Lumpur Composite Index (JCI) dan Rashid Hussain Berhad Islamic Index (RHBII) digunakan sebagai ukuran untuk pasar saham konvensional dan Islam, masing-masing. Untuk menangkap pengaruh internasional

pada kedua pasar saham, volatilitas dalam variabel kebijakan moneter AS diukur dengan Tingkat Dana Federal (FFR) dimasukkan ke dalam penelitian. Tidak seperti studi sebelumnya kami (Mohd. Yusof dan Abd Majid, 2006) yang dipekerjakan heteroskedastisitas Bersyarat Generalized Autoregressive (GARCH)-M, GARCH (1,1) bersama dengan kerangka analisis Vector Autoregressive (VAR) dipekerjakan untuk data bulanan mulai dari Januari 1992 sampai Desember 2000 dipenelitian ini. Studi ini menemukan bahwa volatilitas suku bunga mempengaruhi volatilitas pasar saham konvensional tetapi tidak volatilitas saham Islam pasar. Ini menyoroti prinsip dari prinsip-prinsip Islam bahwa tingkat bunga bukan merupakan variabel signifikan dalam menjelaskan volatilitas pasar saham. ditemukan dukungan lebih lanjut bahwa menstabilkan suku bunga akan berdampak signifikan pada volatilitas pasar saham Islam. (R M Yusof dan M S A Majid, 2007, pp. 17-35).

Teori menjelaskan hubungan antara volatilitas pasar saham dan volatilitas ekonomi meliputi Nilai Model Sederhana Diskon Hadir (SDPVM), Capital Asset Pricing Model (CAPM), dan Arbitrage Pricing Theory (APT). Menurut SDPVM, harga saham ditentukan oleh arus kas masa depan untuk perusahaan dan tarif diskon. Para volatilitas dalam dua faktor ini dapat dipengaruhi oleh volatilitas dalam variabel makroekonomi dan pada gilirannya, akan

mempengaruhi volatilitas pasar saham. Ini berarti bahwa perubahan dalam tingkat ketidakpastian tentang kondisi ekonomi makro akan menghasilkan masa depan, mungkin perubahan proporsional dalam volatilitas return saham dengan asumsi bahwa tingkat diskonto adalah konstan. Dampak kebijakan moneter dapat dianalisa lebih lanjut dengan cara berikut: Harga saham pada setiap titik waktu adalah sama dengan nilai sekarang dari arus kas masa depan yang diharapkan (termasuk capital gain dan dividen) kepada pemegang saham (Liljeblom dan Stenius, 1997; Ibrahim, 2002; Ibrahim dan Jusoh, 2001; dan Md Isa, 1989).

III. Data dan Metodologi

Data runtut waktu, terutama data di sektor keuangan sangat tinggi tingkat volatilitasnya. Volatilitas yang tinggi ditunjukkan oleh suatu fase dimana fluktuasinya relative tinggi dan kemudian diikuti fluktuasi yang rendah dan kembali tinggi. Dengan kata lain data ini mempunyai rata-rata varian yang tidak konstan. Model estimasi terhadap perilaku data dengan volatilitas tinggi ada dua model yaitu Autoregresif Conditional Heteroskedasticity Model (ARCH) dan Generalized Autoregresif Conditional Heteroskedasticity Model (GARCH).

Model ARCH dari Robert Engle ini kemudian disempurnakan oleh Tim Bollerslev. Bollerslev menyatakan bahwa varian *residual* tidak hanya tergantung dari residual periode

lalu tetapi juga varian residual periode lalu. Jika kita memasukkan juga varian residual periode lalu maka model ini dikenal dengan *generalized autoregressive conditional heteroscedasticity* (GARCH). Oleh karena itu model ARCH adalah kasus khusus dari model GARCH.

Model GARCH yang bermula dari regresi sederhana sebagai berikut :

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_t + e_t$$

Dimana : Y = perubahan kapitalisasi pasar saham syariah

X = perubahan equivalen rate deposito mudharabah

e = residual

Sedangkan varian residualnya dengan model GARCH ini dapat ditulis sebagai berikut :

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_0 e_{t-1}^2 + \gamma_1 \sigma_{t-1}^2$$

Pada model GARCH tersebut varian residual (σ_t^2) tidak hanya dipengaruhi oleh residual pada periode yang lalu (e_{t-1}^2) tetapi juga varian periode yang lalu (σ_{t-1}^2). Model residual dalam persamaan regresi sederhana disebut model GARCH (1,1) karena varian residual hanya dipengaruhi oleh residual periode sebelumnya dan varian residual periode sebelumnya. Secara umum model GARCH (p,q) dapat dinyatakan melalui persamaan sebagai berikut :

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_0 e_{t-1}^2 + \dots + \alpha_p e_{t-p}^2 + \gamma_1 \sigma_{t-1}^2 + \dots + \gamma_q \sigma_{t-q}^2$$

Dimana p menunjukkan unsur ARCH dan q unsur GARCH.

Meskipun model ARCH mampu menghilangkan heteroskedastisitas dalam persamaan rata-rata, namun masih memiliki beberapa kekurangan yang menyebabkan perkembangan dari model GARCH. Model GARCH adalah dikembangkan oleh Bollerslev (1986) yang menunjukkan bahwa model GARCH dapat melakukan sebaik atau bahkan lebih baik dari model ARCH. Ide dari Model GARCH adalah hanya untuk memasukkan nilai tertinggal dari varians dalam persamaan varians. Istilah pertama di sisi kanan adalah istilah ARCH dijelaskan sebelumnya, sedangkan istilah kedua adalah varians lag GARCH. Model ini disebut sebagai GARCH (p,q) di mana (q) adalah lag ARCH dan (p) adalah lag GARCH. Model di atas menunjukkan bahwa adalah jangka panjang rata-rata varians, adalah informasi tentang volatilitas pada periode sebelumnya, dan beta adalah koefisien dari varians bersyarat lag.

Meskipun model GARCH lebih baik dari spesifikasi ARCH karena lebih efisien dan cenderung tidak melanggar kendala non-negatif masih tidak memperhitungkan efek leverage di jelas dalam deret waktu keuangan dan tidak memungkinkan untuk umpan balik langsung antara bersyarat varians dan mean bersyarat.

Data yang digunakan untuk studi ini mencakup dua kapitalisasi saham syariah di Indonesia tahun 2010.7 – 2012.6. Perbedaan logaritmik diambil untuk variabel perubahan

equivalen rate deposito mudharabah terhadap perubahan kapitalisasi pasar saham syariah.

IV. Hasil Dan Pembahasan

Penelitian ini mencoba untuk mengeksplorasi sejauh mana volatilitas equivalen rate deposito mudharabah dan kapitalisasi saham syariah di Indonesia. Untuk mengetahui mana yang lebih baik antara volatilitas equivalen rate deposito mudharabah dan kapitalisasi saham syariah di Indonesia maka bisa dilihat dari volatilitas masing-masing.

Kinerja volatilitas equivalen rate deposito mudharabah dan kapitalisasi saham syariah di Indonesia bisa dilihat dari kondisi volatilitasnya. Benarkah volatilitas equivalen rate deposito mudharabah dan kapitalisasi saham syariah di Indonesia? Untuk itu bisa dilihat dari hasil estimasi ARCH/GARCH. Dari hasil pengolahan data dalam rentang objek penelitian diperoleh hasil sebagai berikut :

Hasil Estimasi ARCH/GARCH

Variabel	Konstanta		ARCH		GARCH	
	Koef.	Prob.	Koef.	Prob.	Koef.	Prob.
Y	5.957245	0.7910	-0.025363	0.9706	0.617488	0.6789
X	-0.716758	0.5425	-0.074710	0.6605	-0.315879	0.7898

Koefisien dari konstanta menunjukkan besarnya equivalen rate deposito mudharabah dan kapitalisasi saham syariah di Indonesia yang bisa diperoleh. Pada tabel diatas menunjukkan bahwa hanya ada efek ARCH (α) pada kapitalisasi saham syariah yaitu sebesar -0.025363 sekaligus juga terdapat

efek GARCH (β) sebesar 0.617488. Dilihat hasil penjumlahan (α) dan (β) berarti kapitalisasi saham syariah tidak dipengaruhi volatilitas *equivalen rate deposito* mudharabah saat ini. Kapitalisasi saham syariah tersebut mempunyai *variance error term* yang konstan dari waktu ke waktu. Kemudian kalau dilihat dari tingginya nilai α yaitu lebih dari 0,9%, menunjukkan bahwa pada kapitalisasi saham syariah terdapat *persistent volatile* yaitu volatilitas yang tinggi dan terjadi terus menerus.

Pada *equivalen rate deposito* mudharabah juga terdapat efek ARCH (α) sebesar -0.074710 yang berarti -0.074710 tidak berpengaruh volatilitas kapitalisasi saham syariah saat ini dan juga terdapat efek GARCH (β) sebesar -0.315879. Penjumlahan nilai α dan nilai β kurang dari 1 yang berarti *equivalen rate deposito* mudharabah memiliki volatilitas yang rendah dan berlangsung terus menerus.

Jika seorang investor menginginkan untuk melakukan investasi dalam bentuk deposito di bank syariah atau di pasar saham syariah, maka dia harus memperhatikan bagaimana kinerja dari masing-masing melalui pergerakan return. Kinerja dikatakan bagus bila pergerakan masing-masing mempunyai trend yang meningkat. Akan tetapi, investor selain melihat kinerja masing-masing lewat trend pertumbuhannya, dia juga harus mempertimbangkan bagaimana kondisi volatilitasnya apakah *equivalen rate deposito* mudharabah lebih baik kinerjanya dibanding kapitalisasi saham syariah, maka untuk

mengukurnya digunakan analisis ARCH/GARCH.

Untuk mengetahui apakah terjadi volatilitas atau tidak, bisa dilihat dari koefisien ARCH (nilai α) dan melihat koefisien dari GARCH (nilai β). Bila nilai dari $\alpha \geq 0,7$ maka volatilitas tinggi dan berlangsung terus menerus. Bisa juga dilihat dari hasil penjumlahan dari α dan β , dimana jika jumlah keduanya mendekati satu maka memiliki volatilitas tinggi dan efek volatilitas berlangsung terus menerus (*persistent*) karena reaksi untuk kembali normal kecil sehingga cenderung terus bergerak. Dengan memahami volatilitas maka para investor akan bisa memilih untuk meraih keuntungan. Hal ini tentu saja mengandung resiko yang tidak kecil karena hukum ekonomi mengatakan *high risk high return, low risk low return*.

Dengan adanya volatilitas yang tinggi dan *persistent* pada kapitalisasi saham syariah maka para investor yang mau membeli saham syariah di Indonesia harus hati-hati dalam melakukan investasi. Dia harus betul-betul memperhitungkan setiap aktivitas jual beli sahamnya karena mengharapkan harga saham bergerak normal kembali peluangnya kecil. Tetapi kondisi ini justru bagus bagi para investor yang menyukai resiko, karena kalau dia faham bagaimana kondisi volatilitasnya dia akan bisa memanfaatkan volatilitasnya itu untuk meraih keuntungan yang besar dengan aksi jual belinya itu. Tentu saja kegiatan jual-belinya itu bukan untuk jangka panjang atau untuk disimpan tetapi untuk jangka pendek.

Untuk berinvestasi di pasar saham syariah, sangat penting untuk memahami peran dari pasar saham dalam pertumbuhan ekonomi dan merespon tuntutan dengan Syariah. Aturan universal Islam untuk transaksi mengungkapkan bahwa perdagangan tidak hanya diizinkan tetapi juga berhak sebagai ibadah. Tetapi dengan kondisi bahwa ia bebas dari segala bentuk riba, Maysir, gharar, mengendalikan harga, Ihtikar, kesalahan informasi dan paksaan. Perilaku etis di pasar Islam terjamin dengan kualitas amanah, kejujuran, kerjasama, dan membuang Kecemburuan dan kecurangan. Tidak mengandung Gharar, karena harga ditentukan sesuai dengan pasar yang ada selama pembelian. (Mubarak, 2005, hal. 184) Short selling tidak berlaku di Syariah karena seperti berjudi dan menipu pembeli sebagai penjual menjual produk yang ia meminjam tapi dia tidak memilikinya. (Al-Barwari, 2002, hal. 200) Namun, jika investor membeli saham dari broker dan sesudahnya menjualnya, maka itu diperbolehkan dalam syariah.

V. Kesimpulan

Berdasarkan hasil diatas penulis menyimpulkan bahwa hasil uji ARCH dan GARCH menunjukkan kapitalisasi pasar saham syariah dan equivalen rate deposito mudharabah tidak dipengaruhi variabel kelambanan dan juga tidak volatilitas (untuk deposito). Dengan tidak volatilitasnya berarti bahwa investor akan aman berinvestasi lembaga keuangan syariah bank yang tidak

akan terkena dampak fluktuasi. Hal ini karena lebih berprinsip menghindari hal-hal yang dilarang dalam rangka mengembangkan harta kekayaan.

Penulis menyarankan lembaga keuangan syariah bank maupun non bank tidak seharusnya menggunakan konsep seperti produk yang benar-benar didasarkan pada riba, ketidakadilan, curang dan berbohong. Peran yang seharusnya dimainkan Pemerintah, masyarakat muslim, perusahaan, lembaga dan kaum intelektual untuk mendirikan Lembaga keuangan syariah untuk menghadapi tantangan pasar konvensional efek berbasis riba.

Daftar Pustaka

- Abdul Azim Islahi and Mohammed Obaidullah, 2004, *Zakah On Stocks: Some Unsettled Issues*, J.KAU: Islam Econ, Vol. 17, No 2, hal 3-17 (1425 A.H)
- Ali Salehabadi & Mohammad Aram, 2003, *Islamic Justification of Derivative Instruments*, International Journal of Islamic Financial Services, Vol.4, No.3
- Amal El Tigani Ali, 2011, *Islamic Finance Solutions: The Role of Islamic Finance in Poverty Alleviation*, The Journal of American Academy of Business, Cambridge, Vol. 16, Num. 2, March
- Mochhtar M. Metwally, 1984, *The Role Of The Stock Exchange In An Islamic Economy*, J. Res. Islamic Econ., Vol. 2, No. 1, pp. 19-28
- Mohamed Shikh Albaity, 2011, *Impact of the Monetary Policy Instruments on Islamic Stock Market Index Return*, No. 26, 18 July, <http://www.economics-ejournal.org/economics/discussionpapers>
- Mohd Yahya Mohd Hussin, Fidlizan Muhammad, Mohd Fauzi Abu, dan Salwah Amirah Awang, 2012, *Macroeconomic Variables and Malaysian Islamic Stock Market: A Time Series Analysis*, Journal of Business Studies Quarterly, Vol. 3, No. 4, pp. 1-13
- Noor Mohammad Osmani and Faruk Abdullah, 2009, *Towards An Islamic Stock Market: A Review of Classical and Modern Literatures*, International Review of Business Research Papers Vol. 5 No. 5 September Pp. 121-130
- Olga Krasicka and Sylwia Nowak, 2012, *What's in It for Me? A Primer on Differences between Islamic and Conventional Finance in Malaysia*, International Monetary Fund Working Paper.
- Rosylin Mohd. Yusof and M. Shabri Abd. Majid, 2007, *Stock Market Volatility Transmission in Malaysia: Islamic Versus Conventional Stock Market*, J.KAU: Islam Econ, Vol. 20, No 2, pp: 17-35 (1428 A.H.)
- Seif E-Din I. Taj El-Di, 2002, *Towards an Islamic Model of Stock Market*, J.KAU: Islamic Econ., Vol. 14, pp. 3-29 (1422 A.H)

Seif I. Tag El-Din, 1996, The Stock-Exchange from an Islamic Perspective, J.KAU: Islamic Econ., Vol. 8, pp. 29-48 (1416 A.H.)

Zamir Iqbal, 2007, Challenges Facing Islamic Financial Industry, Journal of Islamic Economics, Banking and Finance, p. 1-14