



# Hubungan antara Suku Bunga, Produk Domestik Bruto, Inflasi dan Indeks Harga Saham Syariah di Pasar Modal Indonesia

Mohammad Farhan Quadratullah

Mathematics Department, Faculty of Science and Technology, UIN Sunan Kalijaga - Indonesia

Email: mohammad.quadratullah@uin-suka.ac.id

**Abstrak.** Model yang biasa digunakan untuk mengestimasi *return* saham konvensional adalah Capital Asset Pricing Model (CAPM), salah satu komponen dalam CAPM adalah *return* bebas risiko yang biasa diukur dengan suku bunga, sedangkan dilarang sistem keuangan Islam. Pada Shariah-Compliant Asset Pricing Model (SCAPM), beberapa peneliti mengusulkan menghapus suku bunga, menggantinya dengan zakat-rate, menggantinya dengan Produk Domestik Bruto (PDB), menggantinya dengan inflasi. Penelitian ini mengevaluasi hubungan antara suku bunga, PDB, inflasi, dan Indeks harga saham syariah (ISSI) di Bursa Efek Indonesia menggunakan data bulanan periode Juni 2011-Desember 2018. Diperoleh hasil bahwa antara ISSI dengan suku bunga, ISSI dengan PDB, dan ISSI dengan inflasi memiliki hubungan yang negatif dan signifikan, antara suku bunga dengan PDB memiliki hubungan yang negatif dan signifikan, antara suku bunga dengan inflasi memiliki hubungan yang positif dan signifikan, dan PDB dengan inflasi tidak memiliki hubungan. Oleh karena itu, inflasi adalah variabel yang cocok untuk menggantikan suku bunga pada pasar modal syariah Indonesia.

**Kata Kunci:** Inflasi; Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI); Produk Domestik Bruto (PDB); dan Suku Bunga

## PENDAHULUAN

Investasi saham pada pasar modal termasuk pada saham syariah merupakan investasi yang memiliki risiko tinggi tetapi memiliki tingkat keuntungan yang tinggi pula (*high risk-high return*) (Jogiyanto, 2008). Jika tidak berhati-hati, investasi di bursa saham memungkinkan terjadinya kebangkrutan, sehingga untuk mencegah masalah tersebut perlu kemampuan memprediksi pasar dan manajemen risiko.

Kemampuan mengestimasi *return* suatu saham merupakan hal yang sangat penting dan diperlukan oleh investor, model yang biasa digunakan untuk mengestimasi *return* adalah *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang pertama kali dikembangkan secara terpisah oleh Sharpe 1964, Lintner 1965, dan Mossin (1969). CAPM adalah salah satu model yang banyak digunakan untuk memperkirakan *return* saham konvensional (Al-Shammari dan Masri, 2015). Karena instrumen keuangan Islam berbeda dari instrumen keuangan konvensional, sangat penting untuk merancang model CAPM yang dapat diterapkan pada instrumen keuangan Islam (Jobst, 2007). Estimasi *return* pada model CAPM dipengaruhi oleh oleh tiga faktor, yaitu *return* pasar, resiko sistematis, dan *return* bebas risiko. *Return* bebas risiko dalam sistem ekonomi konvensional diukur menggunakan suku bunga dan suku bunga dalam konsep keuangan Islam dilarang karena termasuk riba (QS. Al-Imran (130)):

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُضَاعَفَةً تَنْقَرُوا اللَّهَ  
لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ

Artinya: 'Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu memakan riba dengan berlipat ganda dan bertakwalah kamu kepada Allah supaya kamu mendapat keberuntungan'

Usaha mengganti mencari variabel pengganti *return* bebas risiko pada model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang sesuai dengan syariah telah dilakukan beberapa peneliti. Tomkin dan Karim (1987) menghilangkan *return* bebas risiko karena suku bunga dilarang secara syariah, el-Askhar (1987) mengganti dengan *zakat rate* yang nilainya setara 2,5%, karena zakat adalah tingkat pengembalian minimum yang diharapkan investor untuk dapat menunaikan kewajiban agama terhadap aset investasi yang dimiliki, Sheikh 2009 mengganti dengan *nominal gross domestic products* (GDP) atau Produk Domestik Bruto (PDB) dengan alasan bahwa di beberapa negara maju NGDP membuat suku bunga berubah, sedangkan Hanif 2011 mengganti dengan inflasi dengan alasan inflasi terkait dengan risiko riil yang harus ditanggung oleh setiap investor dan preferensi pertama seorang investor adalah mempertahankan modalnya kemudian mengharapakan keuntungan. Keempat pendekatan tersebut dikenal dengan *Shariah Compliant Asset Pricing Model* (SCAPM) atau *Islamic Capital Asset Pricing Model* (ICAPM).

Tulisan ini bertujuan untuk mengevaluasi hubungan antara suku bunga, GDP/ PDB, inflasi dan indeks harga saham syariah di Indonesia dalam rangka mendapatkan variabel pengganti suku bunga pada (I)CAPM.

### Suku Bunga atau Sertifikat Bank Indonesia (SBI) atau BI-Rate

Suku bunga adalah harga yang harus dibayarkan apabila terjadi pertukaran antara satu rupiah saat ini dan satu rupiah nanti (Boediono, 2014). SBI merupakan surat berharga dalam mata uang rupiah yang diterbitkan Bank Indonesia (BI) sebagai pengakuan utang berjangka waktu pendek yang di dalamnya dilengkapi dengan tingkat suku bunga. Sejak awal Juli 2005, BI menggunakan mekanisme BI-Rate (suku bunga BI), yaitu BI mengumumkan target suku bunga SBI yang diinginkan oleh BI untuk pelanggan pada masa periode tertentu. Tujuannya adalah sebagai sarana pengendalian moneter melalui operasi pasar terbuka.

Naik turunnya SBI secara tidak langsung akan mempengaruhi suku bunga pasar uang antar bank dan suku bunga pada jangka yang lebih panjang. SBI/ BI-Rate ditetapkan oleh Rapat Dewan Gubernur setiap triwulanan untuk berlaku selama triwulan berjalan, kecuali ditetapkan berbeda oleh Rapat Dewan Gubernur bulanan dalam triwulan yang sama ([www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)), di mana perubahannya ditetapkan secara konsisten dan bertahap dalam kelipatan 25 basis poin (bps).

Secara teoritis, Gujarati 2006 dan Tandelilin 2010 mengungkapkan bahwa antara suku bunga dan harga saham memiliki hubungan terbalik, yaitu jika tingkat bunga tinggi maka harga saham akan rendah, demikian juga sebaliknya.

### Produk Domestik Bruto (PDB)

Produk Domestik Bruto (PDB) atau Gross Domestic Product (GDP) adalah nilai pasar semua barang dan jasa akhir yang diproduksi dalam perekonomian selama kurun waktu tertentu (Mankiw, 2003). PDB juga dapat diartikan sebagai nilai keseluruhan semua barang dan jasa yang diproduksi di dalam wilayah tersebut dalam jangka waktu tertentu (biasanya per tahun). PDB dapat dibedakan jadi 2 (dua), yaitu PDB nominal dan PDB riil, PDB nominal merujuk kepada nilai PDB tanpa memperhatikan pengaruh harga, sedangkan PDB riil (atau disebut PDB atas dasar harga konstan) mengoreksi angka PDB nominal dengan memasukkan pengaruh dari harga.

PDB merupakan salah satu faktor makro ekonomi yang dipandang dapat mempengaruhi harga saham. PDB yang bertumbuh dengan cepat menunjukkan bahwa perekonomian mengalami pertumbuhan (Bodie, dkk. 2009). Hal ini mempunyai pengaruh positif terhadap daya konsumsi dan pembelian masyarakat sehingga laba perusahaan meningkat, kondisi ini menarik minat investor untuk berinvestasi pada saham perusahaan tersebut, dengan demikian harga saham mengalami kenaikan begitu pula sebaliknya. Berdasarkan penjelasan tersebut maka PDB memiliki pengaruh searah dengan harga saham.

### Inflasi

Inflasi merupakan suatu kejadian yang menggambarkan situasi dan kondisi di mana harga barang mengalami

kenaikan dan nilai mata uang mengalami pelemahan (Fahmi, 2015). Inflasi digambarkan sebagai proses meningkatnya harga-harga secara umum dan terus menerus. Tingkat inflasi yang tinggi biasanya terjadi akibat kondisi ekonomi yang *overhead*, artinya kondisi ekonomi mengalami permintaan produk yang melebihi kapasitas penawaran produknya yang mengakibatkan terjadinya kenaikan harga produk secara keseluruhan (Bodie, dkk. 2009).

Inflasi yang tinggi akan mengakibatkan biaya yang harus ditanggung suatu perusahaan akan naik sehingga mengurangi pendapatan, sehingga secara relatif berpengaruh negatif terhadap harga saham (Tandelilin, 2010).

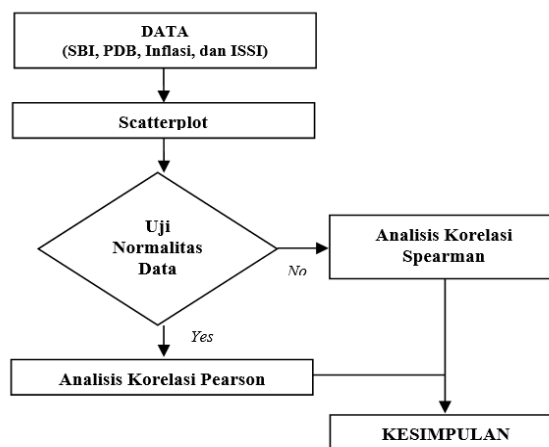
### Indeks Harga Saham Syariah dan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)

Indeks saham syariah pertama di Indonesia adalah *Jakarta Islamic Index* (JII) pada 3 Juli 2000, JII terdiri atas 30 saham yang paling liquid di BEI, sehingga dikenal juga sebagai JII30. Selain JII, terdapat 2 (dua) lagi indeks saham syariah di Indonesia, yaitu Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) yang diluncurkan pada tanggal 12 Mei 2011 dan *Jakarta Islamic Index 70* (JII70) yang diluncurkan 17 Mei 2018.

ISSI adalah indeks komposit saham syariah yang tercatat di BEI. ISSI merupakan indikator dari kinerja pasar saham syariah Indonesia. Konstituen ISSI adalah seluruh saham syariah yang tercatat di BEI dan masuk ke dalam Daftar Efek Syariah (DES) yang diterbitkan oleh OJK.

Konstituen ISSI diseleksi ulang sebanyak dua kali dalam setahun, setiap bulan Mei dan November. Metode perhitungan ISSI mengikuti metode perhitungan indeks saham BEI lainnya, yaitu rata-rata tertimbang dari kapitalisasi pasar dengan menggunakan Desember 2007 sebagai tahun dasar perhitungan ISSI.

### METODE PENELITIAN



Gambar 1. Langkah-langkah analisis data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder terdiri atas 4 (empat) variabel, yaitu suku bunga yang diukur menggunakan SBI atau BI-Rate, Produk Domestik Bruto (PDB), Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Data diperoleh dari Bank Indonesia, Badan Pusat Statistik, dan investing.com yang merupakan data bulanan periode Juli 2011-Desember 2018.

Adapun langkah-langkah analisisnya sebagai berikut, setelah data dikumpulkan, langkah pertama yang dilakukan melakukan analisis secara grafik dengan membuat scatterplot untuk melihat pola hubungan antar variabel. Selanjutnya adalah melakukan uji normalitas menggunakan uji normalitas Kolmogorov-Smirnov (Qudratullah, 2014). Prinsip uji Kolmogorov-Smirnov adalah menghitung selisih absolut antara fungsi distribusi frekuensi kumulatif sampel ( $F_s(x_i)$ ) dengan fungsi distribusi teoritis (distribusi normal) ( $F_t(x_i)$ ) pada masing-masing interval kelas. Adapun statistik ujinya adalah deviasi maksimum ( $D$ ).

$$D = \max|F_s(x_i) - F_t(x_i)|, \quad i = 1, 2, \dots, n$$

Uji normalitas dilakukan untuk menentukan alat analisis korelasi yang akan digunakan. Jika data berdistribusi normal maka alat analisis korelasi yang digunakan adalah korelasi Pearson (Qudratullah, 2013), yang secara umum dapat ditulis:

$$r = \frac{n \sum_{i=1}^n x_i y_i - (\sum_{i=1}^n x_i)(\sum_{i=1}^n y_i)}{\sqrt{n \sum_{i=1}^n x_i^2 - (\sum_{i=1}^n x_i)^2} \sqrt{n \sum_{i=1}^n y_i^2 - (\sum_{i=1}^n y_i)^2}}$$

Jika data tidak berdistribusi normal maka menggunakan korelasi Spearman (Qudratullah, 2017).

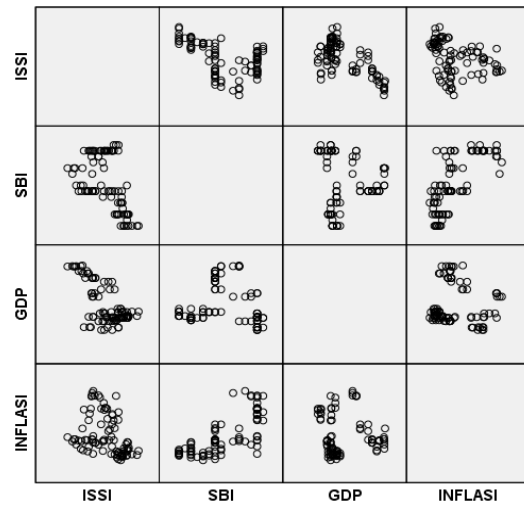
$$r_s = 1 - \frac{6 \sum_{i=1}^k d_i^2}{n(n^2 - 1)}$$

Di mana,  $r_s$  adalah koefisien korelasi rank Spearman,  $d_i = (R_{A_i} - R_{B_i})$ ,  $R_{A_i}$  adalah rank saham ke- $i$  dari model pertama, dan  $R_{B_i}$  adalah rank saham ke- $i$  dari model kedua. Langkah terakhir adalah interpretasi dan penarikan kesimpulan.

### HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan gambar scatterplot pada gambar 2, tampak bahwa ISSI cenderung berlawanan arah atau berhubungan negatif dengan 3 (tiga) variabel lainnya (SBI, PDB/GDP, dan inflasi). SBI cenderung sedikit berlawanan arah dengan PDB/GDP dan cenderung searah atau berhubungan positif dengan inflasi. Sedangkan PDB/GDP dengan inflasi cenderung sedikit berlawanan arah. Untuk memastikan arah dan hubungan antar variabel tersebut dapat dilakukan dengan

menghitung koefisien korelasi lalu melakukan uji hipotesis yang dikenal dengan nama analisis korelasi.



Gambar 2. Scatterplot antar variabel

Terdapat 2 (dua) alat analisis korelasi yang biasa digunakan, yaitu analisis korelasi Pearson atau dikenal dengan nama korelasi *product moment* untuk data berdistribusi normal dan analisis korelasi Spearman atau *Rank Spearman* untuk data berdistribusi tidak normal.

Tabel 1. Hasil uji normalitas Kolmogorov-Smirnov.

Variabel	Statistic	df	Sig.	Keterangan
ISSI	,087	90	,091	Normal
SBI	,173	90	,000	Tidak Normal
GDP	,262	90	,000	Tidak Normal
INFLASI	,208	90	,000	Tidak Normal

Setelah dilakukan uji normalitas dengan uji normalitas Kolmogorov-Smirnov, tampak bahwa variabel ISSI berdistribusi normal sedangkan SBI, PDB/GDP, dan inflasi berdistribusi tidak normal. Karena analisis korelasi itu melibatkan 2 (dua) variabel, maka analisis korelasi yang digunakan adalah korelasi Spearman atau Rank Spearman.

Tabel 2. Hasil analisis korelasi Spearman

Variabel 1	Variabel 2	Koef. Korelasi	Sig.	Keterangan
ISSI	SBI	-0,547**	,000	berlawanan dan kuat
ISSI	GDP	-0,468**	,000	berlawanan dan lemah
ISSI	INFLASI	-0,493**	,000	berlawanan dan lemah
SBI	GDP	-0,212*	,045	berlawanan dan sangat lemah
SBI	INFLASI	0,753**	,000	searah dan sangat kuat
GDP	INFLASI	-0,035	,745	berlawanan dan sangat lemah

\*signifikan pada tingkat kepercayaan 95%

\*\*signifikan pada tingkat kepercayaan 99%

Berdasarkan tabel 2, diperoleh beberapa informasi sebagai berikut, pertama ISSI dan SBI memiliki hubungan kuat, berlawanan, dan signifikan pada tingkat kepercayaan 99%. Hal ini sesuai dengan teori bahwa makin tinggi suku bunga maka cenderung mengalokasikan keinvestasi yang lebih aman (low risk) sehingga investasi saham (high risk) dikurangi yang artinya indeks harga saham cenderung turun atau sebaliknya.

ISSI dan GDP/PDB memiliki hubungan yang lemah dan berlawanan namun tetap signifikan pada tingkat kepercayaan 99%. Hal ini bertentangan dengan teori yang mengatakan bahwa semakin meningkat PDB maka makin meningkat daya beli masyarakat yang berarti laba perusahaan meningkat dan meningkatnya harga saham.

ISSI dan inflasi memiliki hubungan yang lemah dan berlawanan, dan signifikan pada tingkat kepercayaan 99%. Hal ini sesuai dengan teori bahwa makin tinggi inflasi maka makin tinggi harga barang yang menyebabkan makin tinggi beban masyarakat dan perusahaan yang berakibat menurunnya daya beli dan laba perusahaan sehingga harga saham menjadi turun.

SBI dan GDP/PDB memiliki hubungan yang sangat lemah, berlawanan dan signifikan pada tingkat kepercayaan 95% yang berarti semakin tinggi SBI maka GDP cenderung semakin rendah atau sebaliknya. SBI dan inflasi memiliki hubungan sangat kuat, searah, dan signifikan pada tingkat kepercayaan 99%. Hal ini berarti semakin tinggi suku bunga maka tingkat inflasi semakin tinggi atau sebaliknya. GDP/PDB dengan inflasi memiliki hubungan berlawanan dan sangat lemah, namun tidak signifikan pada tingkat kepercayaan 95% dan 99%. Hal ini berarti kedua variabel tersebut tidak saling berhubungan.

Dari informasi di atas, terdapat 2 (dua) pasang hubungan yang dapat didiskusikan lebih lanjut, yaitu: *Pertama*, adanya hubungan berlawanan atau negatif antara ISSI dengan GDP/PDB. Hal ini tidak sesuai dengan teori yang idealnya ISSI dengan GDP/PDB memiliki hubungan yang searah atau positif. Penyebabnya kemungkinan kenaikan pendapatan masyarakat tidak digunakan untuk berinvestasi ke pasar modal melainkan berbentuk investasi riil atau investasi keuangan di Bank seperti tabungan atau deposito. Hal ini disebabkan kurangnya pengetahuan masyarakat tentang investasi di pasar modal dan terbukti masih rendahnya tingkat partisipasi masyarakat, yaitu 1 juta investor dari 258 juta penduduk Indonesia pada tahun 2016 atau rasionya adalah 0,39%. Sedangkan rasio tingkat partisipasi masyarakat Malaysia dan Singapura adalah 15% (3-4 juta investor) dan 30% (1,5 juta investor). Selain itu penyebab lainnya adalah dana yang ada di Bursa Efek Indonesia (BEI) sekitar 60% dimiliki oleh asing di 2016 sehingga naik turunnya harga saham di BEI sangat dipengaruhi oleh asing, namun beberapa tahun terakhir proporsi dana asing terus berkurang, yaitu 52% tahun 2018 dan 51% per Agustus 2019 (cnnindonesia.com/).

*Kedua*, adanya hubungan positif dan sangat kuat antara SBI dan inflasi. Hal ini mengindikasikan bahwa variabel inflasi dapat digunakan sebagai pengganti suku bunga dalam pasar modal syariah Indonesia, seperti digunakan dalam memperkirakan nilai *return* saham dengan SCAPM.

## KESIMPULAN

Berdasarkan uraian di atas, berikut beberapa kesimpulan yang diperoleh mengenai hubungan antara suku bunga, GDP/PDB, inflasi dan indeks harga saham syariah di pasar modal Indonesia periode Juni 2011-Desember 2018, yaitu: ISSI dengan suku bunga, ISSI dengan PDB, dan ISSI dengan inflasi memiliki hubungan yang negatif dan signifikan, antara suku bunga dengan PDB memiliki hubungan yang negatif dan signifikan, antara suku bunga dengan inflasi memiliki hubungan yang positif dan signifikan, dan PDB dengan inflasi tidak memiliki hubungan. Karena SBI dan inflasi memiliki hubungan yang sangat kuat dan positif, maka dapat direkomendasikan bahwa inflasi adalah variabel yang cocok untuk menggantikan suku bunga dalam pengukuran pada pasar modal syariah Indonesia.

Kesimpulan di atas belum tentu berlaku untuk pasar modal syariah di negara lain, karena memiliki keadaan makro ekonomi yang berbeda dan karakteristik pasar modal yang berbeda pula, sehingga perlu dibuktikan secara empiris.

## DAFTAR PUSTAKA

- Al-Shammari, M., Farooq, M. O., & Masri, H. 2015. Multiple criteria in Islamic portfolio selection. In Al-Shammari, M., Masri, H. (eds) *Multiple Criteria Decision Making in Finance, Insurance and Investment*. Springer International Publishing, pp. 1-7.
- Bodie, Z., Alex Kane, A., dan Alan J. Marcus, A. J. 2009. *Investment* (Buku II) edisi enam. Jakarta: Salemba Empat.
- Boediono. 2014. *Ekonomi Moneter*. BPFE-Yogyakarta.
- El-Ashker, A. A. F. 1987. *The Islamic business enterprise*. London: Croom Helm.
- Fahmi, I. 2015. *Manajemen investasi* edisi 2. Jakarta : Salemba Empat
- Gujarati 2006. *Dasar-dasar Ekonomometrika*, Jilid I, Alih Bahasa: Julius A. Mulyadi. Jakarta: Erlangga.
- Hanif, M. 2011. Risk and *return* under shari'a framework an attempt to develop shari'a-compliant asset pricing model SCAPM. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, 5:2.
- Jobst, A. A. 2007. The economics of Islamic finance and securitization. *The Journal of Structured Finance*, 13(1), 6-27
- Lintner, J. 1965a. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics*. February, 47, 13-37.

- Lintner, J. 1965b. Security prices, risk and maximal gains from diversification. *Journal of Finance*, December, 20, pp. 587–615.
- Mankiw, N. G. 2003. *Teori Makro Ekonomi*. edisi kelima. Alih bahasa Imam Nurmawan. Erlangga, Jakarta.
- Moosin, J. 1969. Security price and investment criteria in competitive markets. *American Economic Review*, pp 749-756.
- Quadratullah, M.F. 2014. *Statistik Terapan: Teori Contoh Kasus dan Aplikasi dengan SPSS*. Penerbit Andi, Yogyakarta.
- Quadratullah, M.F. 2017. *Statistik Nonparametik Terapan: Teori Contoh Kasus dan Aplikasi dengan SPSS*. Penerbit Andi, Yogyakarta.
- Quadratullah, M.F., 2013. *Analisis Regresi Terapan: Teori Contoh Kasus dan Aplikasi dengan SPSS*. Yogyakarta: Penerbit Andi.
- Sharpe, W. F. 1964, Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, Vol. 19(3), pp 425-442.
- Sheikh, S. A. 2009. Corporate finance in an interest-free economy: An alternate approach to practiced Islamic corporate finance. *MPRA: Munich Personal RePEc Archive*.
- Tandelilin, E. 2010. *Portofolio dan investasi teori dan aplikasi* edisi 1. Yogyakarta: Kanisius
- Tomkins, C., & Karim, R. A. A. 1987. The shari'ah and its implications for Islamic financial analysis: An opportunity to study interactions among society, Organization, and Accounting. *The American Journal of Islamic Social Sciences* 4(1), 101-115.

**THIS PAGE INTENTIONALLY LEFT BLANK**