

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1 Latar Belakang**

Pasar modal memiliki peranan strategis dalam perekonomian nasional sebagai sarana penghimpunan dana jangka panjang sekaligus indikator stabilitas ekonomi. Menurut Mishkin, (2019), perkembangan pasar modal yang sehat berkontribusi terhadap efisiensi alokasi sumber daya dan mendukung pertumbuhan ekonomi melalui mekanisme intermediasi keuangan. Namun demikian, dinamika pasar modal modern ditandai oleh tingkat ketidakpastian yang tinggi, terutama tercermin melalui volatilitas return saham. Bodie et al., (2021) menjelaskan bahwa volatilitas return merupakan ukuran utama risiko pasar yang mencerminkan tingkat ketidakpastian yang dihadapi investor dalam aktivitas investasi.

Volatilitas yang berlebihan menunjukkan meningkatnya risiko pasar, yang dapat mengganggu fungsi pasar modal sebagai sarana alokasi dana yang efisien serta berpotensi menurunkan kepercayaan investor. Hull,(2018) menegaskan bahwa lonjakan volatilitas pasar saham sering kali berkaitan dengan meningkatnya ketidakpastian ekonomi dan kondisi keuangan global. Kondisi ini menjadi semakin kompleks ketika pasar modal dihadapkan pada tekanan global seperti krisis keuangan, pandemi, konflik geopolitik, dan ketidakpastian kebijakan moneter global, yang secara simultan meningkatkan risiko pasar dan memperbesar fluktuasi harga saham (Mankiw, 2021; Mishkin, 2019).

Pasar modal pada hakikatnya merupakan arena interaksi antara berbagai pelaku ekonomi yang memiliki preferensi risiko, ekspektasi keuntungan, serta keterbatasan informasi yang berbeda-beda. Dalam kondisi tersebut, harga saham tidak bergerak secara linier atau statis, melainkan mengalami fluktuasi yang mencerminkan respons pasar terhadap perubahan informasi, sentimen, dan kondisi fundamental ekonomi. Fluktuasi harga inilah yang dalam literatur keuangan dikenal sebagai volatilitas, yaitu ukuran statistik yang menggambarkan tingkat variasi atau penyebaran return suatu aset dalam periode tertentu. Volatilitas menjadi elemen sentral dalam analisis pasar modal karena berkaitan langsung dengan risiko yang harus ditanggung investor dalam aktivitas investasinya (Hull, 2018).

Dalam teori investasi dan risiko pasar, volatilitas saham dipandang sebagai representasi tingkat risiko yang dihadapi investor dalam aktivitas investasi di pasar modal. Risiko pasar muncul akibat ketidakpastian ekonomi dan perubahan kondisi makroekonomi yang memengaruhi ekspektasi investor terhadap return di masa depan. Perubahan kondisi tersebut meningkatkan ketidakpastian terhadap arus kas perusahaan dan nilai intrinsik saham, sehingga mendorong fluktuasi harga saham yang tercermin dalam volatilitas return (Bodie et al., 2021).

Risiko pasar sendiri merupakan risiko yang tidak dapat dieliminasi melalui diversifikasi portofolio, karena bersumber dari faktor-faktor makro yang memengaruhi seluruh instrumen keuangan secara simultan. Inflasi, perubahan suku bunga, fluktuasi nilai tukar, serta ketidakstabilan politik dan ekonomi global

merupakan contoh faktor risiko pasar yang dapat meningkatkan volatilitas saham (Zupok, 2022).

Volatilitas juga memiliki dimensi waktu (*time varying volatility*), artinya tingkat volatilitas tidak konstan dari waktu ke waktu. Dalam periode tertentu, volatilitas dapat meningkat tajam akibat guncangan ekonomi, sementara pada periode lain volatilitas cenderung menurun seiring stabilisasi kondisi makroekonomi. Karakteristik ini mendorong pengembangan model ekonometrika seperti ARCH dan GARCH yang secara khusus dirancang untuk menangkap sifat volatilitas yang berubah-ubah dari waktu ke waktu (Bollerslev, 1986; Engle, 2001).

Dalam konteks pasar modal syariah, volatilitas memiliki makna yang tidak kalah penting dibandingkan pasar modal konvensional. Meskipun saham syariah diseleksi berdasarkan prinsip-prinsip syariah yang menekankan pada kegiatan usaha yang halal, transparansi, serta pembatasan praktik spekulatif, namun saham syariah tetap diperdagangkan dalam mekanisme pasar yang sama dengan saham konvensional. Fenomena ini juga berpotensi terjadi dalam sistem keuangan syariah, meskipun mekanisme pembiayaannya berbeda dengan sistem konvensional. Dengan demikian, saham syariah tetap terpapar pada risiko pasar yang bersumber dari dinamika makroekonomi, kebijakan moneter, serta guncangan eksternal yang bersifat global (Beik & Fatmawati, 2014).

Beberapa studi empiris menunjukkan bahwa lonjakan volatilitas pasar saham sering kali berkorelasi dengan penurunan aktivitas ekonomi riil. Ketika volatilitas meningkat, investor cenderung menunda keputusan investasi, perusahaan

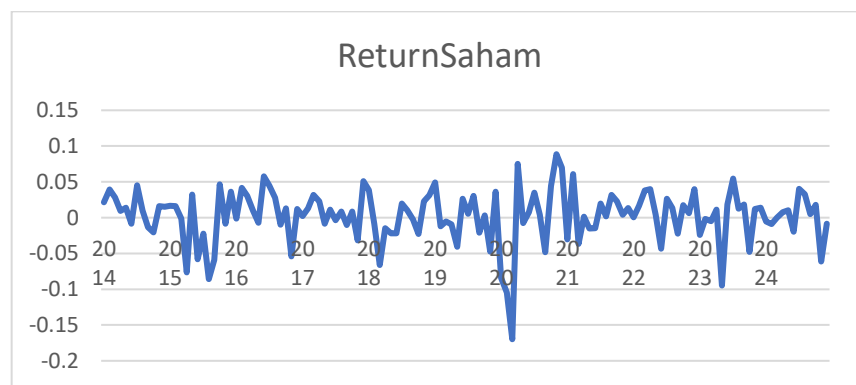
menghadapi biaya modal yang lebih tinggi, dan lembaga keuangan menjadi lebih berhati-hati dalam menyalurkan pembiayaan. Dampak ini dapat menciptakan lingkaran umpan balik negatif yang memperdalam perlambatan ekonomi (Bloom, 2014).

Dengan demikian, volatilitas pasar modal syariah Indonesia dapat dipahami sebagai konsekuensi dari interaksi antara keputusan investasi investor dan risiko pasar yang dibentuk oleh kondisi makroekonomi. Oleh karena itu, analisis volatilitas return ISSI perlu dilakukan dalam kerangka teori investasi dan risiko pasar, dengan menempatkan variabel makroekonomi sebagai determinan utama risiko sistematis yang memengaruhi kinerja investasi di pasar modal Syariah (Bodie et al., 2021; Mishkin, 2019).

Sebagaimana telah diuraikan pada bagian sebelumnya, volatilitas merupakan karakteristik utama pergerakan harga saham yang mencerminkan tingkat ketidakpastian dan risiko pasar yang dihadapi investor. Volatilitas tersebut tidak dapat dilepaskan dari return saham, karena return merupakan variabel dasar yang pergerakannya membentuk pola fluktuasi harga di pasar modal. Oleh karena itu, pemahaman mengenai return saham menjadi penting sebagai landasan konseptual untuk menjelaskan dinamika volatilitas return dalam aktivitas investasi.

Return saham merupakan tingkat keuntungan yang diperoleh investor sebagai hasil dari penanaman modal pada instrumen saham dalam periode tertentu. Return ini pada umumnya berasal dari dua komponen utama, yaitu capital gain, yang merupakan selisih antara harga jual dan harga beli saham, serta dividen, yaitu

pembagian laba perusahaan kepada pemegang saham. Dalam kerangka teori keuangan modern, return dipandang sebagai bentuk kompensasi atas kesediaan investor menanggung risiko dan ketidakpastian yang melekat pada investasi saham (Bodie et al., 2021).



Gambar 1. 1 Pergerakan Return Saham ISSI

Sumber : Data diolah

Return saham berfluktuasi di sekitar nilai nol, yang menunjukkan bahwa pergerakan return bersifat tidak stabil (*volatile*) dari waktu ke waktu. Terdapat beberapa periode return negatif yang cukup dalam, terutama sekitar tahun 2020, yang mengindikasikan adanya shock pasar atau tekanan eksternal signifikan pada masa krisis. Setelah periode tersebut, return kembali berfluktuasi relatif lebih moderat, meskipun lonjakan positif dan negatif masih terjadi. Pola ini mencerminkan karakteristik umum pasar saham, yaitu return yang tidak konstan, dipengaruhi oleh kondisi ekonomi, sentimen pasar, dan peristiwa eksternal, serta mengandung risiko yang harus diperhitungkan investor.

Dalam perspektif teori risiko dan pengembalian, terdapat hubungan positif antara risiko dan return yang diharapkan. Investor yang rasional umumnya bersifat *risk averse*, sehingga akan menuntut tingkat return yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas peningkatan risiko yang dihadapi. Prinsip ini dikenal sebagai *trade-off* antara risiko dan return, yang menegaskan bahwa return saham tidak dapat dipisahkan dari tingkat ketidakpastian yang menyertainya Markowitz, (1952). Ketidakpastian tersebut tercermin dalam fluktuasi return dari waktu ke waktu, yang selanjutnya menjadi dasar pengukuran volatilitas return saham.

Bagi investor, return saham merupakan indikator utama dalam mengevaluasi kinerja investasi. Namun demikian, tingkat return yang tinggi tidak selalu mencerminkan kualitas investasi yang baik apabila disertai dengan fluktuasi yang ekstrem. Return yang bergejolak mencerminkan tingginya risiko pasar yang harus ditanggung investor. Oleh karena itu, dalam kajian pasar modal modern, analisis return saham tidak hanya berfokus pada besarnya keuntungan yang diperoleh, tetapi juga pada stabilitas return tersebut, yang tercermin melalui volatilitas return sebagai ukuran risiko pasar (Bodie et al., 2021; Hull, 2018).

Dalam konteks pasar modal syariah, return saham tetap menjadi tujuan utama investasi, namun diperoleh melalui mekanisme pasar yang berlandaskan prinsip-prinsip syariah. Meskipun saham syariah diseleksi berdasarkan kriteria tertentu yang membatasi praktik spekulatif dan tingkat leverage perusahaan, return saham syariah tetap dipengaruhi oleh dinamika pasar dan kondisi makroekonomi yang sama dengan saham konvensional. Dengan demikian, return saham syariah juga

mengalami fluktuasi yang mencerminkan respons investor terhadap perubahan lingkungan ekonomi, sehingga analisis terhadap volatilitas return menjadi relevan untuk memahami risiko investasi di pasar modal syariah (Albaity & Ahmad, 2018; Beik & Fatmawati, 2014).

Indonesia sebagai negara berkembang memiliki karakteristik pasar modal yang berbeda dengan negara maju, termasuk tingkat kedalaman pasar yang relatif lebih rendah, dominasi investor ritel, serta sensitivitas yang lebih tinggi terhadap guncangan eksternal. Karakteristik ini menyebabkan volatilitas return pasar saham, termasuk ISSI, cenderung lebih tinggi dan tidak stabil dibandingkan pasar modal di negara maju. Volatilitas tersebut mencerminkan proses penyesuaian pasar terhadap perubahan informasi yang sering kali berlangsung secara tidak sempurna (Bekaert & Harvey, 2003).

Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sebagai indeks saham syariah yang mencakup sebagian saham syariah yang tercatat di Bursa Efek Indonesia merepresentasikan kinerja agregat sekaligus tingkat volatilitas pasar modal syariah secara keseluruhan. Pergerakan dan fluktuasi return ISSI tidak hanya dipengaruhi oleh kinerja perusahaan secara individual, tetapi juga dipengaruhi oleh faktor sektoral serta variabel makroekonomi yang bersifat sistemik dan memengaruhi pasar secara luas. Dalam kondisi meningkatnya ketidakpastian ekonomi, volatilitas ISSI cenderung mengalami peningkatan seiring dengan memburuknya sentimen pasar, meningkatnya risiko sistematis, serta menurunnya likuiditas perdagangan di pasar saham syariah. (Huda et al., 2021).

Meskipun demikian, pasar modal syariah Indonesia juga menunjukkan potensi ketahanan jangka panjang. Prinsip seleksi saham syariah yang menekankan pada kesehatan keuangan perusahaan dan larangan praktik spekulatif ekstrem dapat menjadi faktor penyangga stabilitas dalam jangka panjang. Oleh karena itu, analisis volatilitas ISSI dalam konteks pasar berkembang menjadi penting untuk mengidentifikasi sejauh mana pasar modal syariah mampu berperan sebagai alternatif investasi yang stabil dan berkelanjutan (Mubarok et al., 2020).

Saham syariah merupakan instrumen ekuitas yang diterbitkan oleh perusahaan yang kegiatan usahanya dan struktur keuangannya memenuhi prinsip-prinsip syariah sebagaimana ditetapkan oleh Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN MUI). Prinsip utama yang membedakan saham syariah dari saham konvensional adalah larangan terhadap aktivitas usaha yang mengandung unsur riba, gharar, maysir, serta kegiatan yang bertentangan dengan nilai-nilai Islam seperti perjudian, minuman keras, dan sektor non-halal lainnya. Selain itu, saham syariah juga diseleksi berdasarkan rasio keuangan tertentu, seperti batas maksimum utang berbasis bunga dan pendapatan non-halal, sehingga mencerminkan struktur keuangan perusahaan yang relatif lebih sehat dan berorientasi pada sektor riil (Indonesia, 2021; Keuangan, 2024).

Karakteristik tersebut menyebabkan saham syariah memiliki profil risiko dan return yang berbeda dibandingkan saham konvensional. Secara teoritis, pembatasan *leverage* dan praktik spekulatif diharapkan dapat mengurangi risiko ekstrem dan menciptakan stabilitas harga dalam jangka panjang. Namun, dalam praktiknya,

saham syariah tetap diperdagangkan di pasar yang sama dengan saham konvensional, sehingga pergerakan harganya tetap dipengaruhi oleh dinamika permintaan dan penawaran, sentimen investor, serta kondisi makroekonomi. Dengan demikian, return saham syariah tidak terlepas dari fluktuasi pasar secara keseluruhan (Albaity & Ahmad, 2018).

Selain itu, karakteristik kepemilikan investor juga memengaruhi return saham . Pasar modal Indonesia masih didominasi oleh investor ritel domestik, yang relatif lebih sensitif terhadap informasi jangka pendek dan perubahan sentimen pasar. Dominasi investor ritel ini dapat memperbesar fluktuasi harga saham dan menyebabkan return saham berfluktuasi lebih tajam dalam jangka pendek, meskipun secara fundamental saham syariah memiliki potensi stabilitas jangka panjang (Shiller, 2015).

Namun demikian, dalam praktiknya, investor syariah tetap menghadapi tekanan pasar yang sama dengan investor konvensional. Ketika terjadi ketidakpastian ekonomi atau volatilitas pasar yang tinggi, investor syariah juga dapat menunjukkan perilaku defensif, seperti melakukan aksi jual untuk menghindari kerugian lebih lanjut. Fenomena ini menunjukkan bahwa meskipun nilai-nilai syariah berperan dalam membentuk preferensi investasi, faktor psikologis dan sentimen pasar tetap memiliki pengaruh signifikan terhadap perilaku investor syariah (Albaity & Ahmad, 2018).

Beberapa studi menemukan bahwa saham syariah menunjukkan volatilitas dan penurunan return yang lebih rendah selama periode krisis dibandingkan saham

konvensional. Hal ini dikaitkan dengan eksklusi sektor keuangan berbasis bunga dan perusahaan dengan tingkat utang tinggi, yang cenderung lebih rentan terhadap guncangan ekonomi. (Beik & Fatmawati, 2014; Huda et al., 2021)..



Gambar 1. 2 Kapitalisasi Pasar – Index Saham Syariah Indonesia  
Sumber : Otoritas Jasa Keuangan (OJK)

Grafik kapitalisasi pasar Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) periode 2014-2024 menunjukkan tren pertumbuhan jangka panjang yang positif meskipun disertai fluktuasi. Kapitalisasi pasar ISSI menurun dari sekitar Rp2.946 triliun pada tahun 2014 menjadi Rp2.600 triliun pada tahun 2015, kemudian meningkat signifikan hingga mencapai Rp3.704 triliun pada tahun 2017. Pada periode 2018–2019, kapitalisasi pasar relatif stagnan sebelum mengalami penurunan pada tahun 2020 menjadi sekitar Rp3.344 triliun akibat dampak pandemi COVID-19. Selanjutnya, pasca-pandemi, kapitalisasi pasar ISSI mengalami peningkatan yang kuat dan berkelanjutan, dari Rp3.983 triliun pada tahun 2021 hingga mencapai lebih dari Rp6.800 triliun pada tahun 2024, yang mencerminkan pemulihan ekonomi serta meningkatnya minat investor terhadap pasar modal Syariah (OJK, 2024).

Investasi dalam pasar modal syariah juga merupakan bagian dari upaya untuk mengembangkan ekonomi syariah yang berkelanjutan. Islam mengajarkan kepada umatnya agar harta yang dimiliki tidak hanya disimpan saja, melainkan diwajibkan untuk memanfaatkannya seperti dengan berinvestasi. Sebagaimana firman Allah dalam (QS. Yusuf 12 ; 47-49)

قَالَ تَزْرَعُونَ سَبْعَ سِنِينَ دَابًّا فَمَا حَصَدْتُمْ فَذَرُوهُ فِي سُنْبُلِهِ إِلَّا قَلِيلًا مِمَّا تَأْكُلُونَ ﴿٤٧﴾ ثُمَّ

يَأْتِي مِنْ بَعْدِ ذَلِكَ سَبْعُ شِدَادٍ يَأْكُلْنَ مَا قَدَّمْتُمْ لَهُنَّ إِلَّا قَلِيلًا مِمَّا تَحْصِنُونَ ﴿٤٨﴾ ثُمَّ يَأْتِي مِنْ

بَعْدِ ذَلِكَ عَامٌ فِيهِ يُغَاثُ النَّاسُ وَفِيهِ يَعْرِضُونَ ﴿٤٩﴾ (يوسف/12: 47-49)

“Dia (Yusuf) berkata, Agar kamu bercocok tanam tujuh tahun berturut-turut; maka apa yang kamu panen hendaklah kamu biarkan di bulirnya, kecuali sedikit untuk kamu makan. Kemudian setelah itu akan datang tujuh tahun yang sangat sulit, yang akan menghabiskan apa yang kamu simpan untuk menghadapinya, kecuali sedikit dari apa yang kamu pelihara. Kemudian setelah itu akan datang suatu tahun di mana manusia diberi hujan (dengan cukup) dan pada masa itu mereka memeras (anggur).”

Dalam kegiatan investasi, tujuan utama investor adalah memperoleh return yang bersumber dari dividen dan *capital gain*. Namun, return tersebut selalu diiringi oleh risiko investasi yang tercermin dalam tingkat volatilitas return saham.

Volatilitas menggambarkan besarnya fluktuasi return dari waktu ke waktu, sehingga semakin tinggi volatilitas suatu saham, semakin besar pula tingkat ketidakpastian dan risiko yang harus ditanggung oleh investor. Sejalan dengan prinsip *high risk high return*, potensi return yang lebih tinggi umumnya disertai dengan volatilitas yang lebih besar (Bodie et al., 2021; Hull, 2018).

Oleh karena itu, tingkat volatilitas pada saham perusahaan tertentu menjadi indikator penting bagi investor dalam menilai risiko investasi sebelum mengambil keputusan pembelian saham. Dalam konteks ini, return saham tetap menjadi daya tarik utama bagi investor, karena merupakan bentuk kompensasi atas kesediaan investor menanggung risiko dan ketidakpastian yang tercermin melalui volatilitas investasi yang dihadapi (Naili & Sunarso, 2022).

Uraian mengenai return saham pada bagian sebelumnya menunjukkan bahwa kinerja pasar modal syariah tidak dapat dipahami secara parsial hanya dari karakteristik internal saham syariah dan perilaku investor. Meskipun prinsip syariah memberikan kerangka etis dan struktural yang membedakan saham syariah dari saham konvensional, dinamika return saham tetap sangat dipengaruhi oleh kondisi ekonomi makro yang membentuk lingkungan eksternal tempat pasar modal beroperasi. Dengan kata lain, return saham merupakan hasil interaksi kompleks antara faktor internal perusahaan, preferensi dan perilaku investor, serta variabel makroekonomi yang bersifat sistemik dan tidak dapat dikendalikan oleh pelaku pasar secara individual (Bodie et al., 2021; Chapra, 2016; Mishkin, 2019).

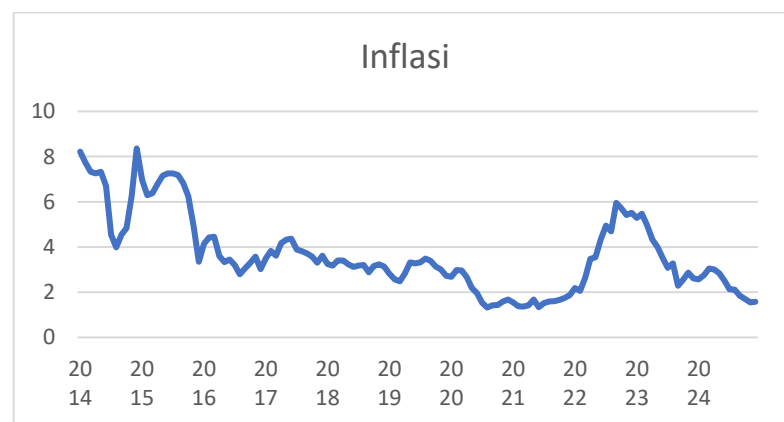
Dengan demikian, pembahasan selanjutnya akan difokuskan pada variabel makroekonomi utama, yaitu inflasi, suku bunga, kurs, dan jumlah uang beredar, sebagai faktor-faktor eksternal yang secara teoritis dan empiris memengaruhi return dan volatilitas pasar modal syariah Indonesia. Analisis ini disusun secara sistematis dari variabel yang paling mendasar dalam perekonomian, yakni inflasi, menuju variabel moneter dan keuangan lainnya, sehingga membentuk alur pemikiran yang koheren dan komprehensif (Bodie et al., 2021; Mishkin, 2019).

Inflasi merupakan salah satu indikator makroekonomi paling fundamental yang mencerminkan tingkat kenaikan harga barang dan jasa secara umum dan berkelanjutan dalam suatu perekonomian. Dalam perspektif makroekonomi, inflasi tidak hanya menggambarkan penurunan daya beli uang, tetapi juga mencerminkan ketidakseimbangan antara permintaan dan penawaran agregat, serta efektivitas kebijakan moneter dan fiskal yang dijalankan oleh pemerintah. Tingkat inflasi yang tinggi dan tidak stabil sering kali diasosiasikan dengan ketidakpastian ekonomi, penurunan kesejahteraan masyarakat, dan meningkatnya risiko dalam aktivitas investasi, termasuk di pasar modal (Mankiw, 2021).

Dalam kaitannya dengan pasar saham, inflasi memiliki hubungan yang kompleks dengan return saham. Secara teoritis, inflasi yang meningkat dapat berdampak negatif terhadap return saham karena meningkatkan biaya produksi perusahaan, menurunkan margin keuntungan, serta mengurangi daya beli konsumen. Kondisi ini pada akhirnya menekan laba perusahaan dan menurunkan valuasi saham. Bagi saham syariah yang sebagian besar bergerak di sektor riil,

dampak inflasi dapat terasa lebih langsung karena kinerja perusahaan sangat bergantung pada aktivitas produksi dan konsumsi masyarakat (Huda et al., 2021).

Selain itu, inflasi juga memengaruhi return saham melalui mekanisme kebijakan moneter. Ketika inflasi meningkat, bank sentral cenderung merespons dengan menaikkan suku bunga acuan untuk menekan tekanan inflasi. Kenaikan suku bunga ini meningkatkan biaya modal dan menurunkan minat investasi di pasar saham, sehingga berdampak negatif terhadap return saham, termasuk saham syariah. Dengan demikian, inflasi tidak hanya berdampak langsung terhadap kinerja perusahaan, tetapi juga berdampak tidak langsung melalui perubahan kebijakan moneter (Mishkin, 2019).



Gambar 1. 3 Pergerakan Inflasi di Indonesia

Sumber : Data diolah

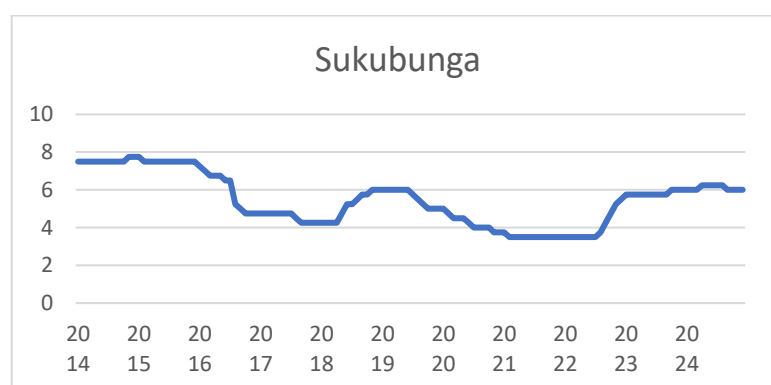
Inflasi menunjukkan tren menurun dalam jangka panjang, meskipun disertai fluktuasi pada beberapa periode. Pada awal periode 2014–2015, inflasi relatif tinggi, mencerminkan tekanan harga yang kuat. Selanjutnya, inflasi cenderung lebih stabil dan berada pada moderat hingga tahun 2019. Pada tahun 2020–2021,

inflasi turun tajam ke level rendah, yang mengindikasikan pelemahan aktivitas ekonomi. Memasuki tahun 2022–2023, inflasi kembali meningkat secara signifikan akibat tekanan global dan domestik, sebelum kembali menurun pada 2024. Pola ini mencerminkan bahwa inflasi bersifat dinamis dan sensitif terhadap kondisi ekonomi makro serta kebijakan pemerintah.

Dalam konteks pasar modal syariah Indonesia, hubungan antara inflasi dan return saham menjadi semakin relevan mengingat fluktuasi inflasi yang terjadi dalam periode 2014–2024. Lonjakan inflasi pasca-pandemi COVID-19 dan krisis energi global memberikan tekanan signifikan terhadap pasar keuangan domestik. Investor merespons kondisi ini dengan meningkatkan kehati-hatian, yang tercermin dalam fluktuasi return saham dan peningkatan volatilitas pasar. Fenomena ini menunjukkan bahwa inflasi merupakan salah satu faktor utama yang membentuk ekspektasi dan perilaku investor di pasar saham.

Dari perspektif ekonomi Islam, inflasi yang tinggi dan tidak terkendali dipandang sebagai kondisi yang merugikan keadilan ekonomi karena menurunkan nilai riil kekayaan dan pendapatan masyarakat. Oleh karena itu, stabilitas harga merupakan salah satu tujuan penting dalam kebijakan ekonomi Islam. Dalam konteks pasar modal syariah, inflasi yang stabil diharapkan dapat menciptakan lingkungan investasi yang kondusif, mengurangi ketidakpastian, dan mendukung pertumbuhan return saham yang berkelanjutan sesuai dengan prinsip maqashid syariah (Chapra, 2016).

Secara empiris, berbagai penelitian menemukan bahwa inflasi memiliki pengaruh signifikan terhadap return dan volatilitas pasar saham syariah, meskipun arah dan kekuatan pengaruhnya dapat berbeda antar periode dan negara. Di Indonesia, beberapa studi menunjukkan bahwa inflasi cenderung berpengaruh negatif terhadap return ISSI, terutama dalam jangka pendek, sementara dalam jangka panjang pengaruhnya dapat melemah seiring dengan penyesuaian ekonomi dan kebijakan pemerintah. Temuan ini menegaskan pentingnya memasukkan inflasi sebagai variabel kunci dalam analisis return dan volatilitas pasar modal syariah Indonesia (Huda et al., 2021; Salehman et al., 2024).



Gambar 1. 4 Pergerakan SukuBunga di Indonesia

Sumber : Data diolah

Suku bunga menunjukkan pola penurunan bertahap dalam jangka menengah, dengan beberapa fase dalam penyesuaian kebijakan. Pada periode awal 2014–2016, suku bunga berada pada level relatif tinggi, mencerminkan kebijakan moneter yang ketat. Selanjutnya, suku bunga turun hingga mencapai titik terendah pada 2020–2021, sebagai respons terhadap perlambatan ekonomi dan upaya mendorong pertumbuhan. Memasuki 2022–2024, suku bunga kembali mengalami kenaikan

yang cukup signifikan, mengindikasikan kebijakan moneter yang lebih ketat untuk merespons tekanan inflasi. Pola ini menunjukkan bahwa suku bunga bersifat *countercyclical* dan menjadi instrumen utama stabilisasi ekonomi makro.

Suku bunga merupakan instrumen utama kebijakan moneter yang digunakan bank sentral untuk menjaga stabilitas harga dan pertumbuhan ekonomi. Dalam perekonomian modern, perubahan suku bunga acuan berfungsi sebagai sinyal kebijakan yang memengaruhi perilaku konsumsi, tabungan, dan investasi pelaku ekonomi. Meskipun sistem keuangan syariah secara prinsip menolak konsep bunga (riba), realitas ekonomi menunjukkan bahwa pasar modal syariah tetap beroperasi dalam lingkungan moneter yang sama dengan pasar konvensional. Oleh karena itu, perubahan suku bunga acuan tetap memiliki implikasi signifikan terhadap return saham syariah, termasuk saham-saham yang tergabung dalam ISSI (Mishkin, 2019).

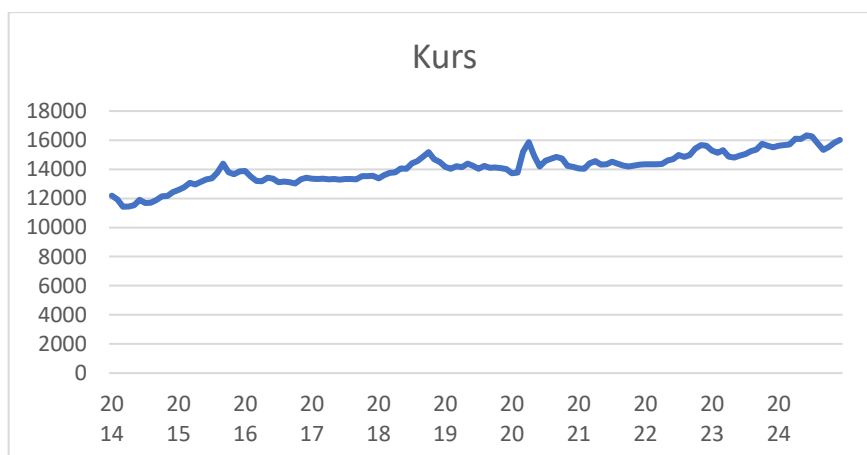
Dalam konteks Indonesia, suku bunga kebijakan Bank Indonesia (BI-Rate atau BI 7-Day Reverse Repo Rate) berperan penting dalam membentuk ekspektasi investor terhadap kondisi ekonomi dan stabilitas keuangan. Kenaikan suku bunga acuan yang dilakukan untuk merespons tekanan inflasi atau menjaga stabilitas nilai tukar sering kali diikuti oleh peningkatan volatilitas pasar saham. Investor menafsirkan kebijakan pengetatan moneter sebagai sinyal perlambatan ekonomi, sehingga menurunkan ekspektasi laba perusahaan dan return saham di masa depan. Kondisi ini juga tercermin dalam fluktuasi return ISSI selama periode pengetatan moneter (Ratnaningrum et al., 2023).

Dalam perspektif ekonomi Islam, pengaruh suku bunga terhadap pasar modal syariah sering dipandang sebagai konsekuensi dari dominasi sistem moneter konvensional dalam perekonomian. Meskipun instrumen syariah berupaya menghindari riba, namun selama kebijakan moneter masih berbasis suku bunga, pasar modal syariah tetap terpapar pada dampaknya. Oleh karena itu, sebagian literatur menekankan pentingnya pengembangan instrumen kebijakan moneter syariah yang lebih independen agar pasar keuangan syariah dapat beroperasi secara lebih stabil dan konsisten dengan prinsip syariah (Chapra, 2016).

Secara empiris, berbagai penelitian menemukan bahwa suku bunga memiliki pengaruh signifikan terhadap return dan volatilitas pasar saham syariah, meskipun arah pengaruhnya dapat bervariasi tergantung pada periode dan kondisi ekonomi. Di Indonesia, beberapa studi menunjukkan bahwa kenaikan suku bunga cenderung berdampak negatif terhadap return ISSI, terutama dalam jangka pendek, karena meningkatnya biaya modal dan penurunan minat investasi saham. Temuan ini mengindikasikan bahwa suku bunga tetap menjadi variabel makroekonomi yang relevan dalam analisis return pasar modal syariah Indonesia (Huda et al., 2021).

Nilai tukar atau kurs merupakan harga mata uang suatu negara terhadap mata uang negara lain dan mencerminkan posisi perekonomian dalam sistem ekonomi global. Dalam perekonomian terbuka seperti Indonesia, fluktuasi nilai tukar memiliki implikasi luas terhadap perdagangan internasional, arus modal, inflasi, serta stabilitas sistem keuangan. Perubahan nilai tukar tidak hanya memengaruhi

sektor riil, tetapi juga berdampak signifikan terhadap pasar keuangan, termasuk pasar modal syariah (Krugman et al., 2022).



Gambar 1. 5 Pergerakan Kurs di Indonesia

Sumber : Data diolah

Nilai tukar menunjukkan tren melemah dalam jangka panjang, yang tercermin dari meningkatnya nilai kurs dari waktu ke waktu. Pada awal periode 2014–2015, kurs relatif stabil meskipun terjadi tekanan depresiasi. Selanjutnya, nilai tukar cenderung berfluktuasi dengan kecenderungan melemah secara bertahap hingga 2019. Pada tahun 2020, terjadi lonjakan volatilitas yang cukup tajam, mencerminkan ketidakpastian ekonomi global. Setelah periode tersebut, kurs kembali bergerak relatif stabil namun tetap pada level yang lebih tinggi dibandingkan awal periode, dan kembali mengalami pelemahan pada 2023–2024. Pola ini mengindikasikan bahwa kurs bersifat sensitif terhadap dinamika global, arus modal, dan kondisi fundamental ekonomi domestik, serta berpotensi memengaruhi stabilitas pasar keuangan.

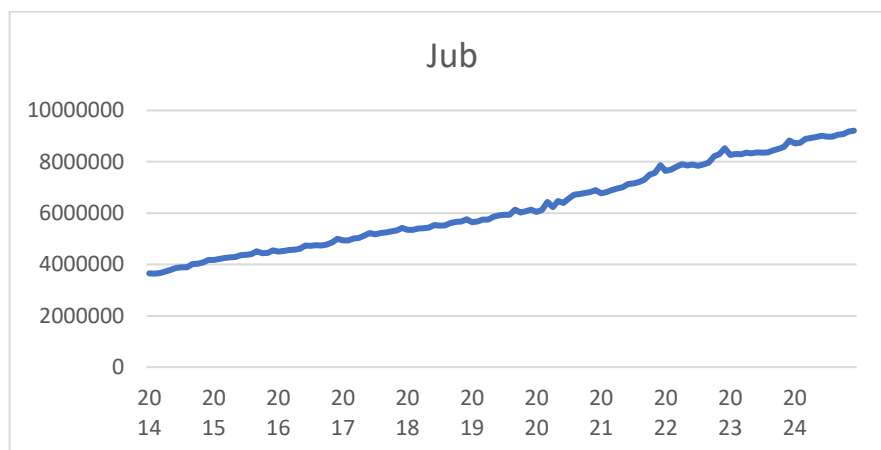
Depresiasi nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing, khususnya dolar Amerika Serikat, sering kali dipersepsikan sebagai indikator meningkatnya risiko ekonomi dan ketidakpastian pasar. Kondisi ini dapat memicu capital outflow karena investor asing menarik dananya dari pasar keuangan domestik untuk menghindari risiko nilai tukar. Arus modal keluar tersebut menekan harga saham dan meningkatkan volatilitas return, termasuk pada saham-saham syariah yang tergabung dalam ISSI. Dengan demikian, fluktuasi kurs menjadi salah satu sumber utama volatilitas pasar modal syariah Indonesia (Beik & Fatmawati, 2014).

Dari sudut pandang ekonomi Islam, stabilitas nilai tukar dipandang sebagai bagian dari upaya menjaga keadilan dan keseimbangan ekonomi. Fluktuasi nilai tukar yang berlebihan dapat menimbulkan ketidakpastian dan spekulasi, yang bertentangan dengan prinsip syariah. Oleh karena itu, pengelolaan nilai tukar yang stabil dan kredibel diharapkan dapat menciptakan lingkungan yang lebih kondusif bagi pertumbuhan pasar modal syariah dan return saham yang berkelanjutan (Chapra, 2016).

Perubahan nilai tukar berpengaruh terhadap kinerja emiten yang masuk dalam saham, terutama yang berorientasi ekspor-impor. Depresiasi rupiah menyebabkan peningkatan biaya impor bahan baku, menurunkan margin laba, dan pada akhirnya mengurangi return saham syariah. Sebaliknya, bagi emiten yang berorientasi ekspor, depresiasi dapat meningkatkan daya saing dan pendapatan dalam mata uang asing (Lutfi & Muhtadi, 2021).

Sementara itu, jumlah uang beredar (M2) mencerminkan tingkat likuiditas dalam perekonomian. Peningkatan M2 dapat mendorong aktivitas investasi karena ketersediaan dana yang lebih besar di pasar keuangan. Namun, peningkatan yang berlebihan juga dapat menimbulkan tekanan inflasi dan volatilitas harga aset. Studi Widarjono et al., (2021) menemukan bahwa perubahan jumlah uang beredar memiliki pengaruh asimetris terhadap indeks saham syariah; penurunan M2 memiliki dampak negatif yang lebih besar terhadap harga saham dibanding peningkatannya. Temuan ini menunjukkan adanya perilaku nonlinier yang perlu diperhatikan dalam model empiris pasar modal syariah.

Jumlah uang beredar (JUB) merupakan indikator penting yang mencerminkan tingkat likuiditas dalam perekonomian. Dalam kerangka kebijakan moneter, pengendalian jumlah uang beredar bertujuan untuk menjaga stabilitas harga dan mendukung pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan. Perubahan jumlah uang beredar memengaruhi tingkat suku bunga, inflasi, dan aktivitas ekonomi secara keseluruhan, yang pada akhirnya berdampak pada pasar saham dan return investasi (Mishkin, 2019).



Gambar 1. 6 Pergerakan JUB di Indonesia

Sumber : Data diolah

Jumlah uang beredar menunjukkan tren meningkat secara konsisten dalam jangka panjang, mencerminkan ekspansi moneter dan pertumbuhan aktivitas ekonomi. Pada periode awal 2014–2018, JUB meningkat secara bertahap dan relatif stabil. Memasuki 2019–2021, laju pertumbuhan JUB terlihat lebih cepat, yang mengindikasikan kebijakan moneter ekspansif sebagai respons terhadap perlambatan ekonomi. Setelah tahun 2022, JUB tetap meningkat meskipun dengan laju yang lebih moderat, menandakan upaya menjaga keseimbangan antara pemulihan ekonomi dan stabilitas moneter. Pola ini menunjukkan bahwa JUB berperan penting dalam menopang likuiditas perekonomian, namun berpotensi memengaruhi inflasi dan dinamika pasar keuangan apabila tidak diimbangi dengan kebijakan yang tepat.

Peningkatan jumlah uang beredar umumnya diasosiasikan dengan peningkatan likuiditas dan ketersediaan dana dalam sistem keuangan. Dalam kondisi likuiditas yang longgar, investor memiliki lebih banyak dana untuk diinvestasikan di pasar

saham, sehingga mendorong kenaikan harga saham dan return pasar. Bagi pasar modal syariah, peningkatan likuiditas dapat meningkatkan minat investasi pada saham syariah dan mendukung pertumbuhan return, terutama dalam periode ekspansi ekonomi (Mankiw, 2021).

Di Indonesia, pertumbuhan jumlah uang beredar selama periode 2014–2024 menunjukkan tren peningkatan yang signifikan seiring dengan kebijakan stimulus moneter dan fiskal, terutama pada masa pandemi COVID-19. Kebijakan tersebut berhasil menjaga likuiditas dan mencegah kontraksi ekonomi yang lebih dalam, namun juga meningkatkan risiko volatilitas pasar keuangan. Return ISSI dalam periode tersebut mencerminkan respons pasar terhadap perubahan likuiditas, dengan fluktuasi yang cukup tajam pada masa awal stimulus dan penyesuaian kebijakan pasca-pandemi (Bank Indonesia, 2024).

Dalam perspektif ekonomi Islam, pengelolaan jumlah uang beredar yang seimbang merupakan bagian dari upaya menjaga stabilitas dan keadilan ekonomi. Likuiditas yang cukup diperlukan untuk mendukung aktivitas ekonomi riil dan investasi produktif, namun likuiditas yang berlebihan dapat mendorong perilaku spekulatif yang tidak sejalan dengan prinsip syariah. Oleh karena itu, hubungan antara jumlah uang beredar dan return saham syariah perlu dianalisis secara cermat untuk memastikan bahwa perkembangan pasar modal syariah tetap selaras dengan tujuan pembangunan ekonomi yang berkelanjutan (Chapra, 2016).

Penelitian Widarjono et al., (2021) menunjukkan bahwa perubahan jumlah uang beredar memiliki pengaruh asimetris terhadap indeks saham syariah Indonesia.

Penurunan M2 memberikan dampak negatif yang lebih besar terhadap pasar dibanding peningkatannya. Hal ini karena penurunan M2 menurunkan likuiditas sistem keuangan, menghambat pembiayaan syariah, dan menekan harga saham.

Temuan tersebut sejalan dengan Rahmi et al., (2016) yang menegaskan bahwa jumlah uang beredar merupakan variabel penting yang menjelaskan dinamika volatilitas pasar modal syariah Indonesia, lebih kuat dibanding pengaruh suku bunga. Dengan demikian, kebijakan moneter yang berfokus pada stabilitas likuiditas dan pengendalian jumlah uang beredar menjadi instrumen penting untuk menjaga kestabilan ISSI.

Permasalahan utama dalam konteks ini adalah ketidakstabilan hubungan antara variabel makroekonomi dengan volatilitas pasar modal syariah yang belum ter jelaskan sepenuhnya. Perubahan kondisi makroekonomi dapat menimbulkan efek berbeda tergantung pada fase siklus ekonomi, kondisi moneter global, dan kebijakan domestik.

Penelitian ini menghadirkan kebaruan dengan mengalihkan fokus kajian pasar modal syariah Indonesia dari sekadar pembahasan tingkat keuntungan return menuju pemahaman yang lebih mendalam mengenai volatilitas return sebagai ukuran risiko pasar. Selama ini, sebagian besar penelitian mengenai pasar modal syariah masih menekankan pada seberapa besar return yang dapat diperoleh investor, sementara pertanyaan mengenai seberapa besar risiko dan ketidakpastian yang menyertai return tersebut belum banyak dibahas secara serius. Padahal, bagi investor dan pengambil kebijakan, volatilitas merupakan informasi yang tidak kalah

penting dibandingkan tingkat return itu sendiri, karena volatilitas mencerminkan stabilitas pasar dan ketahanan sistem keuangan secara keseluruhan.

Kebaruan penelitian ini juga terlihat dari pemilihan rentang waktu penelitian yang panjang dan sarat dinamika, yaitu periode 2014–2024. Dalam satu dekade tersebut, perekonomian Indonesia dan global mengalami berbagai fase penting, mulai dari periode stabilitas, perlambatan ekonomi global, guncangan besar akibat pandemi COVID-19, hingga fase pengetatan kebijakan moneter pasca-pandemi. Banyak penelitian sebelumnya hanya menangkap sebagian kecil dari dinamika tersebut karena menggunakan periode pengamatan yang terbatas. Dengan mencakup berbagai kondisi ekonomi yang berbeda, penelitian ini mampu memberikan gambaran yang lebih utuh mengenai bagaimana volatilitas return pasar modal syariah Indonesia berperilaku dalam situasi normal maupun krisis (Bloom, 2014; Mishkin, 2019).

Urgensi penelitian ini berangkat dari kenyataan bahwa pasar keuangan, termasuk pasar modal syariah Indonesia, sedang berada dalam lingkungan yang semakin tidak pasti. Berbagai guncangan ekonomi dalam 10 tahun terakhir menunjukkan bahwa pasar saham dapat berubah dengan sangat cepat, bahkan dalam waktu singkat. Kondisi ini tercermin dari meningkatnya volatilitas pasar saham, yang pada akhirnya berdampak langsung pada keputusan investasi dan stabilitas sistem keuangan. Dalam situasi seperti ini, memahami pola dan faktor-faktor yang memengaruhi volatilitas return menjadi kebutuhan yang mendesak, bukan lagi sekadar kepentingan akademik semata (Bloom, 2014; Mishkin, 2019).

Berdasarkan tinjauan pustaka yang telah dikemukakan, masih terdapat sejumlah kesenjangan penelitian yang menguatkan urgensi dilakukannya studi lanjutan. Sebagian besar penelitian terdahulu masih menggunakan pendekatan linier, seperti regresi berganda dan *Vector Error Correction Model* (VECM), yang memiliki keterbatasan dalam menangkap dinamika volatilitas serta perilaku pasar modal syariah yang bersifat kompleks dan cenderung nonlinier. Selain itu, kajian empiris yang secara simultan mengintegrasikan empat variabel makroekonomi utama, yaitu inflasi, suku bunga, nilai tukar, dan jumlah uang beredar, dalam menganalisis volatilitas Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) masih relatif terbatas, karena mayoritas studi hanya memfokuskan pada dua atau tiga variabel saja.

Oleh karena itu, penelitian ini diharapkan mampu mengisi kesenjangan tersebut dengan mengombinasikan analisis volatilitas menggunakan model *Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity* (GARCH) dengan variabel-variabel makroekonomi utama, sehingga dapat menangkap dinamika volatilitas return secara lebih akurat dan komprehensif. Pendekatan ini memungkinkan pengujian perilaku volatilitas yang bersifat time-varying serta respons pasar modal syariah terhadap guncangan makroekonomi secara empiris. Dengan demikian, hasil penelitian diharapkan dapat memberikan kontribusi teoretis dalam pengembangan literatur pasar modal syariah serta menjadi rujukan praktis bagi investor dan pembuat kebijakan dalam merumuskan strategi pengelolaan risiko dan stabilitas pasar.

## **1.2 Rumusan Masalah**

1. Bagaimana pengaruh inflasi terhadap return saham ISSI?
2. Bagaimana pengaruh suku bunga (*BI Rate*) terhadap return saham ISSI?
3. Bagaimana pengaruh Kurs rupiah ke dolar Amerika Serikat terhadap return saham ISSI?
4. Bagaimana pengaruh jumlah uang beredar terhadap return saham ISSI?
5. Apakah terdapat efek volatilitas (heteroskedastisitas) pada return saham ISSI yang dapat dimodelkan menggunakan ARCH/GARCH?

### **1.3 Tujuan Penelitian**

1. Menganalisis pengaruh inflasi terhadap return saham ISSI.
2. Menganalisis pengaruh suku bunga (*BI Rate*) terhadap return saham ISSI sebagai refleksi kebijakan moneter terhadap pasar modal syariah.
3. Mengkaji hubungan antara nilai tukar rupiah ke dolar Amerika Serikat dengan return saham ISSI.
4. Menilai pengaruh jumlah uang beredar terhadap return saham ISSI.
5. Mengestimasi dan menganalisis efek volatilitas (heteroskedastisitas) pada return saham ISSI yang dapat dimodelkan menggunakan ARCH/GARCH?.

### **1.4 Manfaat Penelitian**

Penelitian ini diharapkan memberikan manfaat yang signifikan baik secara teoretis maupun praktis bagi pengembangan ilmu pengetahuan dan praktik ekonomi syariah di Indonesia.

#### **1.4.1 Manfaat Teoritis**

Secara teoretis, penelitian ini berkontribusi dalam memperkaya khazanah ilmu ekonomi Islam, khususnya pada bidang pasar modal syariah yang masih relatif baru dibandingkan pasar konvensional. Dengan menganalisis pengaruh variabel makroekonomi seperti inflasi, suku bunga, nilai tukar, dan jumlah uang beredar terhadap volatilitas return Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), penelitian ini diharapkan mampu memberikan pemahaman yang lebih mendalam mengenai bagaimana faktor-faktor ekonomi makro bekerja dalam konteks sistem keuangan yang berbasis nilai-nilai Islam. Pendekatan ini tidak hanya memperluas literatur empiris mengenai hubungan antara indikator makroekonomi dan pasar modal, tetapi juga mengintegrasikan prinsip-prinsip syariah dalam analisis ekonomi modern.

Selain itu, penelitian ini berperan dalam memperkuat teori tentang keterkaitan antara stabilitas ekonomi makro dan kinerja pasar keuangan syariah. Berbeda dengan sistem keuangan konvensional yang didominasi oleh instrumen berbasis bunga, pasar modal syariah beroperasi dengan prinsip keadilan ('adl), keseimbangan (mizan), dan larangan terhadap spekulasi berlebihan (gharar). Oleh karena itu, hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi pembeda yang menjelaskan dinamika pasar syariah secara unik, terutama dalam konteks pengaruh kebijakan moneter dan fluktuasi makroekonomi terhadap aset berbasis syariah. Temuan empiris dari penelitian ini juga diharapkan dapat menjadi landasan teoritis bagi penelitian-penelitian berikutnya yang mengkaji efektivitas kebijakan ekonomi Islam terhadap stabilitas pasar modal di negara-negara berkembang.

#### 1.4.2 Manfaat Praktis

Dari sisi praktis, penelitian ini memiliki potensi manfaat yang luas bagi berbagai pemangku kepentingan. Bagi investor dan pelaku pasar modal, hasil penelitian ini memberikan manfaat dalam meningkatkan pemahaman mengenai bagaimana variabel makroekonomi memengaruhi kinerja investasi di pasar syariah. Dengan memahami pola hubungan antara inflasi, suku bunga, nilai tukar, dan jumlah uang beredar dengan return saham syariah, investor dapat merumuskan strategi investasi yang lebih bijak, rasional, dan sesuai dengan nilai-nilai syariah.

Penelitian ini juga membantu manajer investasi dan emiten syariah dalam mengantisipasi perubahan kondisi ekonomi makro dengan menyesuaikan kebijakan keuangan, strategi pembiayaan, dan pengelolaan risiko agar lebih tangguh terhadap fluktuasi ekonomi. Dengan demikian, penelitian ini memiliki nilai praktis dalam membantu pengambilan keputusan di tingkat mikro perusahaan dan lembaga keuangan syariah.