

ANALISIS INDEKS HARGA SAHAM SYARIAH INTERNASIONAL DAN VARIABEL MAKRO EKONOMI TERHADAP JAKARTA ISLAMIC INDEX

Totok Adhi Prasetyo
STAI Sangatta, Indonesia
Email: totokajib86@gmail.com

Article Info

Received	Accepted	Published
20 April 2022	25 April 2022	31 Mei 2022

Keywords:

Macroeconomic Variables, VECM,
Islamic Stock, JII

ABSTRACT

The Impact of International Islamic Stock Market and Macroeconomic Variables Towards Jakarta Islamic Index (JII). This research attempts to examine the impact of international Islamic stock market and macroeconomic variables towards Jakarta Islamic Index (JII). By using Vector Error Correction Model (VECM) as the method, this research utilizes time series monthly data from January 2015 to October 2020. The finding shows that JII is positively significantly affected by DJIEU, DJIMY and IPI, and it is negatively significantly affected by DJIJP, IMUS, M2 and SBIS. JII reaches its stability condition fastest when dealing with money supply shock. This study recommends: strengthening coordination between monetary authority and financial services authority, strengthening real sector of the economy, minimizing the influence of interest Rate towards Islamic financial market, and developing early warning system to anticipate financial crises.

ABSTRAK

Pengaruh Indeks Harga Saham Syariah Internasional dan Variabel makroekonomi Terhadap Jakarta Islamic Indeks. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh indeks harga saham syariah internasional dan variabel makroekonomi terhadap Jakarta Islamic Index (JII). Penelitian ini menggunakan metode Vector Error Correction Model (VECM), dengan data runtut waktu bulanan dari Januari 2015 sampai dengan Oktober 2020. Hasil studi menunjukkan bahwa JII dipengaruhi secara positif dan signifikan oleh DJIEU, DJIMY dan IPI, serta dipengaruhi secara negatif dan signifikan oleh DJIJP, IMUS, M2 dan SBIS. JII paling cepat mencapai kestabilan ketika merespon guncangan terhadap jumlah uang yang beredar (M2). Penelitian ini merekomendasikan penguatan koordinasi otoritas moneter dengan otoritas jasa keuangan, penguatan sektor riil, penguatan upaya meminimalisir pengaruh bunga terhadap pasar keuangan syariah, dan perlu dibangunnya sistem peringatan dini untuk mengantisipasi krisis keuangan.

Kata Kunci:

Variabel Makroekonomi, VECM,
Saham Syariah, JII

Copyright and License:

Authors retain copyright and grant the journal right of first publication with the work simultaneously licensed under a [Creative Commons Attribution 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/) that allows others to share the work with an acknowledgment of the work's authorship and initial publication in this journal.



1. PENDAHULUAN

Pasar modal memiliki peranan yang sangat penting dalam perekonomian global saat ini. Sebagai negara yang pasar keuangannya tengah berkembang, pasar modal telah menjadi bagian penting dalam perekonomian Indonesia, baik sebagai tempat untuk menghimpun dana, tempat alternatif investasi melalui penjualan saham dan penerbitan obligasi, maupun sebagai indikator stabilitas kondisi makro ekonomi.

Investasi di Indonesia saat ini sedang mengalami perkembangan yang cukup baik. Hal ini ditandai dengan semakin baiknya kinerja Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), LQ45, Jakarta Islamic Index (JII), dan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), yang merepresentasikan kondisi aktual pasar modal syariah nasional. Perkembangan pasar modal ini diharapkan mampu mendongkrak kinerja perekonomian nasional, sekaligus mengokohkan fundamental perekonomian dalam menghadapi kondisi dunia yang masih belum pulih benar akibat krisis keuangan global yang terjadi pada tahun 2016 lalu.

Munculnya produk syariah di pasar modal pada mulanya berawal dari keinginan untuk mengakomodasi kebutuhan umat Islam yang ingin melakukan investasi dengan prinsip syariah. Hal inilah yang kemudian melatarbelakangi PT Danareksa Investment Management untuk meluncurkan Danareksa Syariah pada tanggal 3 Juli 1997. Kemudian pada tanggal 3 Juli 2000, Bursa Efek Indonesia bekerjasama dengan PT Danareksa Investment Management meluncurkan Jakarta Islamic Index (JII). Selanjutnya, produk investasi syariah di pasar modal terus berkembang dengan kehadiran instrumen obligasi syariah (sukuk), reksadana syariah, dan Daftar Efek Syariah (DES) yang kemudian bertransformasi menjadi Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Bahkan jumlah saham syariah yang terdaftar di bursa terus mengalami peningkatan yang signifikan, yaitu hampir dua kali lipat dalam kurun waktu lima tahun, mulai 2015 hingga 2020, sebagaimana ditunjukkan oleh Tabel 1.

Tabel 1. Perkembangan Jumlah Saham Syariah

Tahun	Periode	Jumlah Saham Syariah
2015	I	174
	II	183
2016	I	191
	II	195
2017	I	198
	II	199
2018	I	210
	II	228
2019	I	234
	II	253
2020	I	304
	II	321

Sumber: Bapepam LK (sekarang Otoritas Jasa Keuangan)

Tabel 1 juga mengindikasikan bahwa keberadaan saham syariah sangat diminati oleh para investor. Sedangkan nilai kapitalisasi saham syariah yang ditunjukkan oleh Jakarta Islamic Index mengalami fluktuasi pada periode yang sama, dimana pada tahun 2016 sempat mengalami penurunan sebagai dampak dari subprime crisis di Amerika Serikat. Namun, sebagaimana ditunjukkan oleh Tabel 2, nilai kapitalisasi saham syariah ini kembali menunjukkan tren kenaikan secara positif mulai tahun 20016 hingga 2020. Ini menunjukkan bahwa kinerja Jakarta Islamic Index mengalami peningkatan yang cukup baik.

Tabel 2 Tabel Kapitalisasi Saham Syariah

Tahun	Jakarta Islamic Index (Rp Miliar)
2015	1.105.897,25
2016	428.525,74
2017	937.919,08
2018	1.134.632,00
2019	1.414.983,81
2020	1.671.004,23

Sumber: Bapepam LK (sekarang Otoritas Jasa Keuangan)

Jika dilihat dari perspektif sejarah, negara yang pertama kali mengembangkan indeks syariah dan equity fund seperti reksadana adalah Amerika Serikat. Hal ini ditandai dengan peluncuran The North American Islamic Trust sebagai equity fund pertama di dunia pada tahun 1986 oleh The Amana Fund. Selanjutnya pada bulan Februari 1999, Dow Jones meluncurkan indeks pasar syariah yang pertama, yaitu Dow Jones Islamic Market Index (DJIMI) merupakan bagian dari kelompok indeks-indeks global Dow Jones (Dow Jones Global Index atau DJGI). Hal ini membuktikan bahwa Amerika Serikat adalah negara yang pertama kali melaksanakan kegiatan pasar modal syariah di dunia (Huda dan Nasution, 2015). Ini juga membuktikan bahwa konsep ekonomi syariah adalah konsep yang berlaku universal dan diterima oleh berbagai kalangan.

Dow Jones Islamic Market Index ini meliputi saham-saham dari 34 negara, serta mencakup 10 sektor ekonomi, 18 sektor pasar, 51 kelompok industri dan 89 subkelompok industri. Beberapa negara yang termasuk ke dalam Dow Jones Islamic Market Index diantaranya adalah Dow Jones Islamic Market Index Europe (DJIEU), Dow Jones Islamic Market Index Malaysia (DJIMY), Dow Jones Islamic Market Index US (IMUS), dan Dow Jones Islamic Market Index Japan (DJJIP). Saham-saham syariah yang ada di negara-negara tersebut merupakan saham dengan harga yang cukup tinggi dibandingkan dengan negara-negara lainnya.

Dari data dan fakta di atas, dapat dilihat bahwa kinerja pasar saham syariah sangat dipengaruhi oleh gejolak yang terjadi di pasar saham internasional. Hal ini terjadi sebagai akibat semakin terintegrasikannya pasar-pasar saham yang ada di dunia, sehingga gejolak yang terjadi di suatu negara, dapat memengaruhi kondisi negara lain secara signifikan. Demikian pula dengan stabilitas kondisi makro ekonomi. Meski pasar saham syariah Indonesia sempat terpukul akibat krisis 2016, namun karena kondisi makro ekonomi nasional yang relatif stabil dan masih menunjukkan pertumbuhan yang positif, maka Jakarta Islamic Index pun mampu menunjukkan kinerja recovery yang lebih baik. Untuk itu, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh indeks harga saham syariah di beberapa negara dan variabel makro ekonomi nasional terhadap kinerja Jakarta Islamic Index. Adapun pasar saham syariah negara lain yang diteliti pengaruhnya dalam studi ini adalah Amerika Serikat, Uni Eropa, Jepang dan Malaysia.

2. METODE

Penelitian ini menggunakan metode analisis yang bersifat deskriptif dan kuantitatif. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode Vector Autoregression (VAR) apabila data yang digunakan stasioner pada level. Namun bila data belum stasioner pada tingkat level maka dilanjutkan dengan metode Vector Error Correction Model (VECM). Semua data dalam penelitian ini ditransformasikan ke dalam bentuk logaritma natural (ln) kecuali BI Rate dan SBIS.

Model Vector Autoregressive (VAR) diperkenalkan oleh Christopher Sims pada tahun 1980. Firdaus (2011) memaparkan bahwa jika sebelumnya univariate autoregression merupakan sebuah persamaan tunggal (single equation) dengan model linier variabel tunggal (single-variable linear model), di mana nilai sekarang dari masing-masing variabel dijelaskan oleh nilai lag-nya sendiri, maka VAR merupakan sebuah n-persamaan dengan n-variabel, di mana masing-masing variabel dijelaskan oleh nilai lag-nya sendiri, serta nilai saat ini dan masa lampau (current and past values).

Menurut Firdaus (2011), alat analisis yang disediakan oleh VAR bagi deskripsi data, peramalan, inferensi struktural, dan analisis kebijakan dilakukan melalui empat macam penggunaannya, yakni Forecasting, Impuls Response Function (IRF), Forecast Error Variance Decomposition (FEVD), dan Granger Causality Test. Adapun persamaan umum VAR adalah sebagai berikut (Firdaus 2011):

$$y_t = A_0 + A_1 y_{t-1} + A_2 y_{t-2} + \dots + A_p y_{t-p} + \epsilon_t$$

dimana:

y_t = vektor berukuran (n.1) yang berisikan n variabel yang terdapat dalam sebuah model VAR

A_0 = vektor intersep berukuran (n.1)

A_i = matriks koefisien/ parameter berukuran (n.n) untuk setiap $i = 1, 2, \dots,$

ϵ_t = vektor error berukuran (n.1)

Analisis pengaruh indeks harga saham syariah di Amerika Serikat, Uni Eropa, Jepang dan Malaysia, dan variabel makroekonomi nasional terhadap Jakarta Islamic Index (JII) dilihat dengan menggunakan

sejumlah variabel, yaitu Jakarta Islamic Index (JII), Industrial Production Index (IPI), Consumer Price Index (CPI), jumlah uang beredar (M2), nilai tukar atau exchange Rate (ER), suku bunga Bank Indonesia (BI Rate), Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS), Dow Jones Islamic Market Index Europe (DJIEU), Dow Jones Islamic Market Index Malaysia (DJIMY), Dow Jones Islamic Market Index US (IMUS), dan Dow Jones Islamic Market Index Japan (DJJIP).

Vector Error Correction Model (VECM) merupakan bentuk VAR yang terestriksi (Firdaus, 2011). Restriksi tambahan ini harus diberikan karena keberadaan bentuk data yang tidak stasioner pada level, VECM kemudian memanfaatkan informasi restriksi kointegrasi tersebut ke dalam spesifikasinya. Oleh karena itu VECM sering disebut sebagai desain VAR bagi series nonstasioner yang memiliki hubungan kointegrasi. Dengan demikian, dalam VECM terdapat speed of adjustment dari jangka pendek ke jangka panjang (Firdaus 2011).

$$\Delta y_t = \mu_{0x} + \mu_{1x} t + \Pi_x y_{t-1} + \Delta y_{t-1} + \epsilon_{t-1}$$

y_t = vektor yang berisi variabel yang dianalisis dalam penelitian

μ_{0x} = vektor intersep

μ_{1x} = vektor koefisien regresi

t = time trend

Π_x = $\alpha \beta'$ dimana β' mengandung persamaan kointegrasi jangka panjang

y_{t-1} = variabel in-level

I_{ix} = matriks koefisien regresi

$k-1$ = ordo VECM dari VAR

ϵ_{t-1} = error term

Adapun tahap-tahap analisis yang dilakukan adalah sebagai berikut :

2.1 Uji Stasionaritas Data

Tahap pertama yang dilakukan dalam mengolah data time series adalah dengan uji akar unit (unit root test). Uji akar unit ini dilakukan untuk melihat apakah data yang diamati stasioner atau tidak. Data yang stasioner cenderung mendekati nilai rata-rata dan berfluktuasi di sekitar nilai rata-ratanya. Data yang tidak stasioner dapat menghasilkan regresi yang lacung (spurious regression), yaitu regresi yang menggambarkan hubungan dua variabel atau lebih yang terlihat signifikan secara statistik padahal kenyataannya tidak.

Uji stasionaritas data dalam penelitian ini menggunakan Augmented Dickey-Fuller (ADF). Dalam tes Augmented Dickey-Fuller (ADF), apabila nilai mutlak t-ADF lebih besar dari nilai mutlak MacKinnon Critical Values-nya maka data telah stasioner pada taraf nyata yang telah ditentukan. Selain itu dapat juga dilihat dari nilai probabilitasnya. Jika data stasioner maka VAR dapat digunakan akan tetapi jika tidak stasioner maka ada dua pilihan yaitu menggunakan VAR dalam bentuk first difference atau VECM. Keberadaan variabel yang tidak stasioner meningkatkan kemungkinan adanya hubungan kointegrasi antar variabel.

2.2 Uji Lag Optimal

Lag dalam sebuah sistem VAR merupakan hal yang penting. Di samping berguna untuk menunjukkan berapa lama reaksi suatu variabel terhadap variabel lainnya, penentuan lag optimal juga berguna untuk menghilangkan masalah autokorelasi dalam sebuah sistem VAR (Firdaus 2011).

Pengujian panjang lag yang optimal dapat diidentifikasi dengan menggunakan Akaike Information Criterion (AIC), Schwarz Information Criterion (SIC), Hannan-Quinn Criterion (HQ), dan sebagainya. Lag yang dipilih adalah model dengan nilai AIC dan SIC terkecil dan nilai HQ terbesar.

2.3 Uji Stabilitas VAR

Uji stabilitas VAR dilakukan dengan menghitung akar-akar dari fungsi polinomial atau dikenal dengan roots of characteristic polinomial. Jika semua akar dari fungsi polinomial tersebut berada di dalam unit circle

maka model VAR tersebut dianggap stabil sehingga Impuls Response Function (IRF) dan Forecast Error Variance Decomposition (FEVD) yang dihasilkan dianggap valid (Firdaus 2011).

2.4 Uji Kointegrasi

Uji kointegrasi bertujuan untuk menentukan apakah variabel-variabel yang tidak stasioner terkointegrasi atau tidak. Konsep kointegrasi dikemukakan oleh Engle dan Granger (1987) sebagai kombinasi linear dari dua atau lebih variabel yang tidak stasioner akan menghasilkan variabel yang stasioner. Kombinasi linear ini dikenal dengan istilah persamaan kointegrasi dan dapat diinterpretasikan sebagai hubungan keseimbangan jangka panjang di antara variabel (Firdaus 2011).

Pengujian kointegrasi sendiri dapat dilakukan dengan uji kointegrasi Engle- Granger, uji kointegrasi Johansen, dan uji kointegrasi Durbin-Watson. Salah satu uji kointegrasi yang dilakukan dalam penelitian ini adalah uji kointegrasi Johansen. Jika nilai trace statistic lebih besar dari nilai critical value, persamaan tersebut

terkointegrasi, dengan H_0 sama dengan non-kointegrasi dan H_1 sama dengan kointegrasi. Dalam konteks ini, ketika nilai trace statistic lebih besar dari nilai critical value, maka tolak H_0 dan terima H_1 yang artinya persamaan tersebut terkointegrasi.

2.5 Uji Kausalitas Granger

Uji kausalitas granger dilakukan untuk melihat hubungan kausalitas di antara variabel-variabel yang ada dalam model. Uji ini untuk mengetahui apakah suatu variabel bebas (independent variable) meningkatkan kinerja forecasting dari variabel tidak bebas (dependent variable) (Firdaus 2011).

2.6 Impulse Response Function (IRF)

Impulse Response Function (IRF) adalah suatu metode yang digunakan untuk menentukan respons suatu variabel endogen terhadap suatu shock tertentu. Hal ini dikarenakan shock variabel, misalnya variabel ke-i, tidak hanya berpengaruh terhadap variabel ke-i itu saja tetapi ditransmisikan kepada semua variabel endogen lainnya melalui struktur dinamis atau struktur lag dalam VAR.

Dengan kata lain, IRF mengukur pengaruh suatu shock pada suatu waktu kepada inovasi variabel endogen pada saat tersebut dan di masa yang akan datang. IRF bertujuan untuk mengisolasi suatu guncangan agar lebih spesifik, yang artinya suatu variabel dapat dipengaruhi oleh shock atau guncangan tertentu. Apabila suatu variabel tidak dapat dipengaruhi oleh shock, maka shock spesifik tersebut tidak dapat diketahui melainkan shock secara umum (Firdaus 2011).

2.7 Forecast Error Variance Decomposition (FEVD)

Analisis FEVD dalam model VAR bertujuan untuk memprediksi kontribusi prosentase varian setiap peubah karena adanya perubahan peubah tertentu dalam sistem VAR. Pada analisis IRF sebelumnya digunakan untuk melihat dampak guncangan dari satu peubah terhadap peubah lainnya, dalam analisis FEVD digunakan untuk menggambarkan relatif pentingnya setiap peubah dalam sistem VAR karena adanya shock (Juanda dan Junaidi 2012).

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji stasionaritas data merupakan tahap yang penting dalam menganalisis data time series. Hasil pengujian akar unit pada level dapat dilihat pada Tabel 3.

Tabel 3 Hasil Pengujian Akar Unit Pada Level

Variabel	Nilai ADF	Nilai Kritis Mackinnon			Keterangan
		1%	5%	10%	
LNJII	-1.643	-3.530	-2.905	-2.590	Tidak Stasioner
LNPI	-5.046	-4.099	-3.477	-3.166	Stasioner
LNCPI	-2.137	-4.099	-3.477	-3.166	Tidak Stasioner
LN2M	-3.789	-4.097	-3.476	-3.166	Stasioner
LN2R	-2.115	-3.530	-2.905	-2.590	Tidak Stasioner
BIRATE	-3.041	-4.099	-3.477	-3.166	Tidak Stasioner
SBIS	-2.345	-3.529	-2.904	-2.590	Tidak Stasioner
LNDJIEU	-1.596	-3.529	-2.904	-2.590	Tidak Stasioner
LNDJIMY	-1.368	-3.530	-2.905	-2.590	Tidak Stasioner

LNIMUS	-1.014	-3.529	-2.904	-2.590	Tidak Stasioner
LNDJIJP	-2.102	-3.530	-2.905	-2.590	Tidak Stasioner

Hasil uji stasionaritas data pada level menunjukkan bahwa semua variabel tidak stasioner kecuali (IPI) dan (M2) yang stasioner pada taraf nyata 5%. Hal ini dikarenakan nilai mutlak t-ADF lebih kecil dari nilai mutlak MacKinnon Critical Values-nya pada taraf 5%. Penelitian dengan data yang tidak stasioner dapat menghasilkan regresi palsu (spurious regression). Karena itu, uji stasionaritas dilanjutkan pada tingkat first difference.

Tabel 4 Hasil Pengujian Akar Unit Pada First Difference

Variabel	Nilai ADF	Nilai Kritis Mackinnon			Keterangan
		1%	5%	10%	
DLNJII	-6.067	-3.530	-2.905	-2.590	Stasioner
DLNIPI	-6.852	-3.533	-2.906	-2.591	Stasioner
DLNCPI	-5.393	-4.101	-3.478	-3.167	Stasioner
DLNM2	-8.126	-3.532	-2.906	-2.590	Stasioner
DLNER	-6.203	-3.530	-3.530	-2.590	Stasioner
DBIRATE	-3.603	-3.530	-2.905	-2.590	Stasioner
DSBIS	-13.004	-3.530	-2.905	-2.590	Stasioner
DLNDJIEU	-6.583	-3.530	-2.905	-2.590	Stasioner
DLNDJIMY	-6.422	-3.530	-2.905	-2.590	Stasioner
DLNIMUS	-6.633	-3.530	-2.905	-2.590	Stasioner
DLNDJIJP	-6.274	-3.530	-2.905	-2.590	Stasioner

Hasil uji stasionaritas data pada Tabel 4 menunjukkan bahwa semua data yang digunakan dalam penelitian telah stasioner pada tingkat first difference. Hal ini dikarenakan nilai mutlak t-ADF lebih besar dari nilai mutlak MacKinnon Critical Values-nya pada taraf nyata 5%.

Dalam model VAR penentuan lag optimal sangat berguna untuk menghilangkan autokorelasi. Hasil pengujian lag optimal dapat dilihat pada Tabel 5. Berdasarkan perhitungan nilai Akaike Information Criterion (AIC), lag optimal berada pada lag tiga.

Tabel 5. Pengujian Lag Optimal

Lag	AIC
0	-2.532.866
1	-4.128.332
2	-4.208.743
3	-42.70146*

Catatan: Tanda * menunjukkan angka terkecil

Model VAR dianggap stabil apabila seluruh roots-nya memiliki modulus lebih kecil dari satu dan berada di dalam unit circle. Nilai modulus untuk model penelitian Jakarta Islamic Index ini berkisar antara 0.217998- 0.996523. Berdasarkan hasil tersebut maka dapat disimpulkan bahwa model VAR stabil.

Semua variabel telah stasioner pada tingkat first difference, sehingga uji kointegrasi melalui Johansen Cointegration Test dapat dilakukan. Hasil dari uji kointegrasi ini adalah sebagaimana yang terangkum dalam Tabel 6 berikut ini.

Tabel 6 Hasil Pengujian Kointegrasi

Hypothesized No.of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	5 Percent Critical Value
None *	0.757689	4.309.355	2.632.603

At most 1 *	0.660536	3.359.607	2.194.016
At most 2 *	0.612711	2.635.748	1.795.098
At most 3 *	0.581392	2.000.198	1.436.691
At most 4 *	0.494200	1.416.748	1.117.805
At most 5 *	0.365467	9.600.665	8.393.712
At most 6 *	0.305600	6.553.065	6.006.141
At most 7 *	0.260460	4.109.533	4.017.493
At most 8	0.184656	2.087.958	2.427.596
At most 9	0.090104	7.201.838	1.232.090
At most 10	0.012980	0.875343	4.129.906

Catatan: Tanda * menunjukkan signifikan pada taraf 5%

Hasil pengujian pada Tabel 6 menunjukkan bahwa dengan menggunakan taraf nyata 5%, terdapat delapan persamaan yang terkointegrasi. Hal tersebut dapat dilihat saat nilai Trace statistic > Critical Value. Informasi mengenai terdapatnya persamaan yang terkointegrasi ini akan dilanjutkan dengan menggunakan model Vector Error Correction Model (VECM).

Hasil uji kausalitas Granger adalah sebagaimana terangkum pada Tabel 7. Hasil uji ini menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan hubungan dua arah diantara variabel. Dapat diketahui bahwa secara Granger CPI memengaruhi BI Rate, BI Rate memengaruhi DJIMY, BI Rate memengaruhi JII, BI Rate memengaruhi SBIS, IPI memengaruhi CPI, CPI memengaruhi JII, dan M2 memengaruhi CPI. Sementara itu, DJIEU memengaruhi ER, DJIJP memengaruhi ER, DJIMY memengaruhi ER, DJIMY memengaruhi M2, IMUS memengaruhi ER, dan JII memengaruhi ER.

Tabel 7 Hasil Kausalitas Granger

HIPOTESIS	PROBABILITY
DLNCPI does not Granger Cause DBIRATE	0.0089
DBIRATE does not Granger Cause DLNDJIMY	0.0364
DBIRATE does not Granger Cause DLNJII	0.002
DBIRATE does not Granger Cause DSBIS	0.0001
DLNIPI does not Granger Cause DLNCPI	0.0113
DLNCPI does not Granger Cause DLNJII	0.0267
DLNM2 does not Granger Cause DLNCPI	0.0004
DLNDJIEU does not Granger Cause DLNER	4.E-06
DLNDJIJP does not Granger Cause DLNER	4.E-05
DLNDJIMY does not Granger Cause DLNER	7.E-05
DLNDJIMY does not Granger Cause DLNM2	0.0279
DLNIMUS does not Granger Cause DLNER	3.E-05
DLNJII does not Granger Cause DLNER	8.E-09

Estimasi VECM dilakukan untuk melihat adanya hubungan jangka pendek dan jangka panjang. Pada jangka pendek terdapat koreksi kesalahan sebesar 0.74657, hal ini mengindikasikan untuk menuju keseimbangan jangka panjang diperlukan koreksi sebesar 0.74657 persen

Tabel 8 Hasil VECM

JANGKA PANJANG		
VARIABEL	KOEFISIEN	T-STATISTIC
BIRATE(-1)	-0.01154	-120634
LNCPI(-1)	0.45827	112589
LNDJIEU(-1)	0.63652	556779
LNDJIJP(-1)	-0.53719	-556.169

LNDJIMY(-1)	104.431	2.832.000
LNER(-1)	-0.18877	-165.012
LNIMUS(-1)	-0.82999	-608.749
LNPI(-1)	164.438	1.052.420
LN2(-1)	-0.42506	-243.573
SBIS(-1)	-0.03183	-525.776
C	-0.64856	-

JANGKA PENDEK

VARIABEL	KOEFISIEN	T-STATISTIC
CointEq1	-0.74657	-197.657
D(LNJII(-1))	0.18710	0.56180
D(LNJII (-2))	0.05910	0.17288
D(LNJII (-3))	0.42413	133.743
D(BIRATE(-1))	0.11791	0.89603
D(BIRATE(-2))	-0.08831	-0.67981
D(BIRATE(-3))	-0.08339	-0.88808
D(LNCPI(-1))	-478.917	-123.061
D(LNCPI (-2))	-0.97027	-0.19623
D(LNCPI (-3))	-644.818	-178.322
D(LNDJIEU(-1))	-0.55385	-0.83121
D(LNDJIEU(-2))	0.18203	0.26207
D(LNDJIEU(-3))	-0.70540	-112.677
D(LNDJIJP(-1))	0.45205	0.95687
D(LNDJIJP(-2))	-0.35314	-0.73910
D(LNDJIJP(-3))	111.652	2.12999*
D(LNDJIMY(-1))	-0.21360	-0.47448
D(LNDJIMY(-2))	0.21777	0.56826
D(LNDJIMY(-3))	-0.11112	-0.27233
D(LNER(-1))	0.75505	107.020
D(LNER(-2))	0.55772	0.81596
D(LNER(-3))	0.05373	0.11670
D(LNIMUS(-1))	113.044	132.693
D(LNIMUS(-2))	0.07766	0.10314
D(LNIMUS(-3))	-0.12892	-0.21590
D(LNIPI(-1))	-147.684	-195.938
D(LNIPI(-2))	-136.728	-2.02174*
D(LNIPI(-3))	-0.81425	-164.192
D(LNM2(-1))	0.43578	0.54009
D(LNM2(-2))	0.24299	0.30263
D(LNM2(-3))	0.41502	0.46026

D(SBIS(-1))	0.00940	0.42952
D(SBIS(-2))	0.03116	118.580
D(SBIS(-3))	0.02621	119.119
C	0.05260	160.846

Catatan: Tanda * menunjukkan signifikan pada taraf 5%

Hasil estimasi VECM pada jangka pendek menunjukkan bahwa DJIJP pada lag ketiga memengaruhi JII secara signifikan yaitu sebesar 1.11652. Artinya, apabila terjadi kenaikan DJIJP sebesar satu persen maka JII naik sebesar 1.11652 persen. IPI pada lag kedua memengaruhi JII secara signifikan yaitu sebesar -1.36728. Artinya, apabila terjadi kenaikan IPI sebesar satu persen maka JII menurun sebesar 1.36728 persen.

Hasil estimasi VECM pada jangka panjang menunjukkan bahwa BI Rate tidak mempengaruhi JII secara signifikan, meski tanda hubungan keduanya adalah negatif. Hasil ini berbeda dengan temuan Hussin et al. (2012) yang menyatakan bahwa suku bunga berpengaruh negatif signifikan terhadap harga saham. Terjadinya perbedaan ini dikarenakan prinsip dasar JII yang berlandaskan syariah, dimana suku bunga adalah instrumen yang tidak sesuai syariah. Demikian pula dengan hubungan antara inflasi dengan JII, dimana CPI tidak memengaruhi JII secara signifikan. Artinya, kenaikan inflasi tidak otomatis akan menaikkan harga saham yang terdaftar di JII.

Variabel berikutnya adalah nilai tukar rupiah terhadap dolar AS (ER). Hasil riset menunjukkan bahwa ER tidak berpengaruh signifikan terhadap JII, meskipun tanda hubungan keduanya adalah negatif. Berbeda dengan penelitian Ibrahim dan Yusoff (2001), Menike (2006), Yusof dan Majid (2009), Syukma (2011), Kuwomu dan Victor (2011), Hussin et al. (2012), Bekhet dan Mugableh (2012), dan Majid et al. (2012) yang menunjukkan bahwa ER dan harga saham memiliki hubungan signifikan dan negatif. Tidak signifikannya pengaruh ER terhadap JII mengindikasikan bahwa jumlah investor asing yang menginvestasikan dananya di JII tidak terlalu banyak.

Variabel makro lainnya, yaitu IPI terbukti berpengaruh signifikan dan positif terhadap JII. Hasil studi menunjukkan bahwa peningkatan IPI sebesar satu persen akan meningkatkan JII sebesar 1.64438 persen. Peningkatan IPI akan memengaruhi harga saham melalui dampaknya terhadap keuntungan perusahaan. Ketika nilai IPI naik, maka kondisi sektor riil mengalami pertumbuhan positif. Ini berarti kinerja perusahaan mengalami peningkatan. Baiknya kinerja perusahaan, terutama perusahaan yang listed di bursa, akan memicu kenaikan harga saham perusahaan tersebut. Ini membuktikan adanya korelasi yang kuat antara kinerja sektor riil dengan indeks harga di pasar saham syariah.

Jumlah uang yang beredar (M2) terbukti berpengaruh secara signifikan dan negatif terhadap JII. Peningkatan M2 sebesar satu persen diketahui akan menurunkan JII sebesar 0.42506 persen. Selain M2, SBIS juga diketahui memengaruhi JII secara signifikan dan negatif. Kenaikan SBIS sebesar satu persen akan menyebabkan penurunan JII sebesar 0.03183 persen. Hal ini sangat menarik karena SBIS dan JII adalah dua instrumen yang berada di pasar yang berbeda. Hasil ini mengindikasikan bahwa SBIS di mata investor merupakan instrumen substitusi bagi JII, sehingga kenaikan di salah satu instrumen akan menyebabkan penurunan pada instrumen yang lain.

Selanjutnya, dalam konteks hubungan antar pasar saham syariah internasional dengan JII, hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar saham syariah Eropa memengaruhi JII secara positif dan signifikan. Dari Tabel 8 di atas dapat diketahui bahwa kenaikan DJIEU sebesar satu persen akan meningkatkan JII sebesar 0.63652 persen. Demikian pula halnya dengan pasar saham syariah Malaysia yang memengaruhi JII secara positif dan signifikan. Kenaikan DJIMY sebesar satu persen akan meningkatkan JII sebesar 1.04431 persen.

Berbeda dengan kedua pasar di atas, pasar saham syariah Jepang dan Amerika Serikat justru berkorelasi negatif dan signifikan dengan JII. Peningkatan indeks DJIJP sebesar satu persen akan menurunkan JII sebesar 0.53719 persen. Sedangkan kenaikan IMUS sebesar satu persen akan menyebabkan penurunan JII sebesar 0.82999 persen. Hasil riset ini mengindikasikan bahwa para investor lebih memilih untuk menginvestasikan dananya di pasar saham syariah Jepang dan Amerika Serikat dibandingkan dengan JII, jika pergerakan indeks di kedua negara tersebut menunjukkan tren yang positif. Ini menunjukkan bahwa pasar saham syariah kedua negara tersebut adalah kompetitor bagi pasar saham syariah domestik. Disinilah kemampuan Indonesia diuji,

bagaimana pasar saham syariah negeri ini mampu menarik sebanyak-banyaknya dana investasi bagi kemajuan dan stabilitas perekonomian nasional.

(IRF), dapat diketahui bahwa ketika terjadi guncangan pada BI Rate, maka JII akan merespon secara negatif pada bulan kedua, dan kemudian menurun secara drastis hingga bulan kesembilan. Setelah itu mengalami fluktuasi hingga bulan ke-35, dan baru kemudian mencapai kestabilan.

Ketika terjadi guncangan terhadap CPI, JII akan merespon negatif mulai bulan kedua hingga bulan kesembilan, kemudian berfluktuasi dan kembali stabil mulai bulan ke-35 hingga akhir periode pengamatan. Demikian pula halnya dengan ER. Ketika terjadi guncangan pada nilai tukar rupiah terhadap dolar AS, maka JII akan merespon secara positif pada bulan kesebelas, kemudian setelah itu kondisi relatif stabil, meski masih terdapat fluktuasi yang relatif sangat kecil.

Variabel makroekonomi selanjutnya adalah IPI. JII merespon secara negatif terhadap gejolak yang terjadi pada IPI atau sektor riil hingga bulan kesebelas. Kemudian naik dan mengalami fluktuasi hingga bulan ke-30. Setelah itu JII kembali stabil di respon negatif. Adapun terhadap guncangan yang menimpa jumlah uang yang beredar (M2), JII relatif tidak terlalu merespon secara drastis. Dengan kata lain, tingkat fluktuasinya sangat kecil. JII merespon negatif pada bulan kedua, kemudian direspon positif pada bulan keempat. Pada bulan kelima, JII kembali meresponnya secara negatif. Respon positif muncul pada bulan ke-10 dan setelah itu kembali stabil hingga akhir periode pengamatan. Sedangkan guncangan terhadap SBIS akan direspon secara negatif oleh JII pada bulan kedua. Setelah itu kondisi kembali stabil direspon negatif hingga akhir periode pengamatan.

Dalam konteks keterkaitan dengan pasar saham syariah Eropa, JII akan merespon secara positif guncangan terhadap DJIEU pada bulan kedua hingga bulan kelima. Namun demikian, respon JII ini menjadi negatif pada bulan keenam, dan selanjutnya stabil di respon negatif hingga akhir periode pengamatan. Ketika pasar saham syariah Jepang mengalami shock, JII akan merespon secara negatif terhadap DJIJP pada bulan kedua, kemudian direspon positif pada bulan kedelapan, setelah itu stabil di respon positif.

Terhadap pasar Malaysia, Gambar 2 juga menunjukkan bahwa ketika terjadi gejolak pada pasar saham syariah Malaysia, maka JII akan merespon positif DJIMY pada bulan kedua. Setelah itu mengalami kestabilan di respon positif, meski sempat mengalami fluktuasi. Sedangkan terkait pasar saham syariah Amerika Serikat, maka guncangan pada IMUS pada mulanya akan direspon secara positif di bulan kedua, kemudian respon negatif di bulan ketiga hingga bulan kedelapan. Setelah itu IMUS pun stabil di respon negatif, meski sempat terjadi fluktuasi.

Dari penjelasan di atas, dapat disimpulkan bahwa JII paling cepat mencapai kestabilan ketika merespon guncangan yang terjadi terhadap jumlah uang yang beredar, dibandingkan dengan variabel-variabel lainnya.

Dari hasil FEVD terhadap JII terlihat bahwa pada bulan pertama, kontribusi terhadap keragaman (variability) indeks JII 100 persen berasal dari JII itu sendiri. Prosentase ini kemudian mengalami penurunan secara bertahap hingga akhir periode pengamatan. Kemudian pada bulan ke-11 CPI adalah variabel yang paling besar kontribusinya terhadap keragaman JII, yaitu sebesar 25.99 persen. Kondisi ini bertahan hingga bulan ke-50 dimana CPI ini tetap menjadi variabel yang paling besar kontribusinya terhadap keragaman JII, yaitu sebesar 26.11 persen.

Variabel-variabel lain di luar CPI juga berkontribusi terhadap keragaman JII dengan nilai yang berbeda-beda menunjukkan bahwa di akhir periode pengamatan, atau pada bulan ke-50, BI Rate memberikan kontribusi sebesar 17.81 persen, ER sebesar 2.39 persen, IPI sebesar 14.63 persen, M2 sebesar 0.04 persen dan SBIS

0.38 persen. Hal menarik dari hasil ini adalah masih besarnya kontribusi suku bunga Bank Indonesia terhadap keragaman JII. Ini menunjukkan perilaku investor yang tidak sepenuhnya loyalis syariah, sehingga mereka masih membandingkan keuntungan berinvestasi di pasar modal syariah dengan di pasar uang konvensional. Sementara itu, kontribusi pasar saham syariah internasional terhadap keragaman JII juga bervariasi. DJIEU memberikan kontribusi sebesar 4.73 persen, DJIJP sebesar

1.64 persen, DJIMY sebesar 7.67 persen, dan IMUS sebesar 1.94 persen. Hasil ini mengindikasikan bahwa pasar saham syariah Malaysia, sebagai negara tetangga terdekat Indonesia, memiliki kontribusi yang paling besar terhadap keragaman JII dibandingkan dengan ketiga negara lainnya.

4. KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian maka diperoleh beberapa kesimpulan. Pertama, hasil analisis VECM menunjukkan bahwa pada jangka pendek, hanya DJIJP dan IPI yang memengaruhi JII secara signifikan. Sedangkan pada jangka panjang, DJIEU, DJIMY dan IPI memiliki hubungan positif secara signifikan terhadap JII. Adapun DJIJP, IMUS, M2 dan SBIS memiliki hubungan yang negatif signifikan terhadap JII. Sementara itu, CPI, BI Rate dan ER tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan JII.

Kedua, hasil IRF menunjukkan bahwa JII mengalami fluktuasi dalam merespon guncangan atau shock yang terjadi terhadap seluruh variabel makroekonomi dan pasar saham syariah internasional yang diamati, sebelum kemudian mencapai kestabilan. Waktu yang diperlukan untuk mencapai kondisi stabil ini berbeda-beda di antara variabel tersebut. JII paling cepat mencapai kestabilan ketika merespon guncangan pada jumlah uang yang beredar. Ketiga, hasil analisis FEVD menunjukkan bahwa setiap variabel memiliki kontribusi yang berbeda-beda terhadap keragaman JII. Di akhir periode pengamatan, CPI adalah variabel yang memiliki kontribusi paling besar, sementara M2 adalah variabel yang memiliki kontribusi yang paling kecil.

Dari hasil penelitian di atas, ada empat rekomendasi kebijakan yang dapat diambil. Pertama, dari hasil VECM diketahui bahwa instrumen moneter syariah ternyata memiliki hubungan jangka panjang dengan pasar saham syariah, dimana SBIS berhubungan negatif dan signifikan dengan JII. Dengan fakta seperti ini, maka koordinasi antara otoritas moneter dengan otoritas jasa keuangan yang mensupervisi pasar saham syariah, menjadi sangat krusial. Kedua otoritas ini perlu melakukan edukasi yang tepat dan efektif kepada para investor bahwa instrumen SBIS dan JII ini bukan instrumen yang saling mensubstitusi sehingga berpotensi untuk saling melemahkan. Sehingga, diharapkan para investor akan menjadikan SBIS dan JII ini sebagai alat investasi yang bersifat komplementer, atau saling melengkapi dan memperkuat satu sama lain. Kedua, perlunya penguatan sektor riil perekonomian. Hasil VECM dan FEVD menjadi bukti bahwa variabel IPI memiliki posisi yang sangat strategis karena IPI memiliki hubungan jangka panjang yang signifikan dengan JII, dan berkontribusi terhadap keragaman JII sebesar 14.63 persen. Oleh karena itu, pemerintah harus dapat menjaga momentum pertumbuhan sektor riil ini, karena akan sangat memengaruhi kinerja pasar saham syariah nasional. Ketiga, perlu dirumuskan formulasi yang efektif untuk meminimalisir pengaruh suku bunga terhadap pasar modal syariah, karena hasil riset menunjukkan bahwa BI Rate masih memiliki kontribusi terhadap keragaman JII sebesar 17.81 persen, meski tidak memiliki hubungan signifikan dengan JII pada jangka panjang. Formulasi ini sangat penting sehingga baik pasar saham syariah maupun pasar keuangan syariah secara umum, bisa terbebas sepenuhnya dari pengaruh suku bunga. Keempat, perlu dibangun early warning system atau sistem peringatan dini untuk mendeteksi dan mengatasi dampak dari gejolak yang terjadi di pasar saham syariah negara lain. Tujuannya agar daya tahan pasar saham syariah Indonesia bisa semakin kuat sehingga dapat ikut terlibat menjaga stabilitas perekonomian nasional.

REFERENCES

- Abidin, Z. 2008. Analisis Keterkaitan Antara Indeks Saham Syariah di Beberapa Negara dan Indeks Saham Jakarta Islamic Index (JII) di Indonesia [skripsi]. Bogor: Institut Pertanian Bogor.
- Albaity, MS. 2011. Impact of The Monetary Policy Instruments on Islamic Stock Market Index Return. Discussion paper, no. 2011-26.
- Asmy, M, et al. 2010. Effects of Macroeconomic Variables on Stock Prices in Malaysia: An Approach of Error Correction Model. MPRA Paper. No.20970.
- Beik, I.S & W. Wardhana. 2011. The Relationship between Jakarta Islamic Index and Other Selected Markets: Evidence from Impulse Response Function. *Majalah Ekonomi*. Vol.XXI No.2.
- Bekhet, H.A. & M.I. Mugableh. 2012. Investigating Equilibrium Relationship between Macroeconomic

- Variables and Malaysian Stock Market Index through Bounds Tests Approach. *International Journal of Economics and Finance*. Vol.4 No.10.
- Brooks, C. 2002. *Introductory Econometrics for Finance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Darmadji, T & H.M. Fakhrudin. 2001. *Pasar Modal Indonesia Pendekatan Tanya Jawab*. Jakarta: Salemba Empat.
- Firdaus, M. 2011. *Aplikasi Ekonometrika Untuk Data Panel dan Time Series*. Bogor: IPB Press.
- Heykal M & N. Huda. 2010. *Lembaga Keuangan Islam Tinjauan Teoritis dan Praktis*. Jakarta: Kencana Prenada Media Group.
- Hosseini, SM, et.al. 2011. The Role of Macroeconomic Variables on Stock Market Index in China and India. *International Journal of Economics and Finance*. Vol.3 No.6.
- Huda, N & ME Nasution. 2008. *Investasi pada Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Kencana Prenada Media Group.
- Hussin, M.Y.M, et.al. 2012. Macroeconomic Variable and Malaysian Islamic Stock Market: A time Series Analysis. *Journal of Business Studies Quarterly*. Vol.3 No.4, pp.1-13.
- Ibrahim, M.H. & W.S.W. Yusoff. 2001. Macroeconomic Variables, Exchange Rate and Stock Price: A Malaysian Perspective. *Journal of Economics and Management*. Vol.9 No.2, pp. 141-164.
- Istiqomah. 2012. *Dinamika Interaksi Antara Variabel Moneter dan Pasar Modal Syariah terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia [skripsi]*. Bogor: Institut Pertanian Bogor.
- Juanda B & Junaidi. 2012. *Ekonometrika Deret Waktu Teori dan Aplikasi*. Bogor: IPB Press.
- Kuwomu, JKM & ON. Victor. 2011. Macroeconomic Variables and Stock Market Returns: Full Information Maximum Likelihood Estimation. *Journal of Finance and Accounting*. Vol. 2 No.4.
- Lipsey, R.G, et.al. 1992. *Pengantar Makroekonomi..* Jakarta: Erlangga. Maghayereh, A. 2003. Causal Relations among Stock Prices and Macroeconomic Variables in the Small, Open Economy of Jordan. *Journal Economics and Adm*. Vol.17 No.2, pp. 3-12.
- Mankiw, N.G. 2006. *Makroekonomi*. Jakarta: Erlangga.
- Majid, M.S.A & R.M. Yusof. 2009. Long-run relationship between Islamic stock returns and macroeconomic variables An application of the autoregressive distributed lag model. *Humanomics Journal*. Vol.25 No.2, pp.127-141.
- Maysami, R.C, et.al. 2004. Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Market Indices: Cointegration Evidence from Stock Exchange of Singapore's All-S Sector Indices. *Jurnal Pengurusan*. Vol.24, pp. 47-77.
- Menike, L.M.C.S. 2006. The Effect of Macroeconomic Variables on Stock Prices in Emerging Sri Lankan Stock Market. *Sabaragamuwa University Journal*. Vol.6 No.1, pp 50-67.
- Nugraha, G.P. 2007. *Analisis Pengaruh Perkembangan Pasar Modal terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia [skripsi]*. Bogor: Institut Pertanian Bogor.
- Rad, A.A. 2011. Macroeconomic Variables and Stock Market: Evidence From Iran. *International Journal of Economics and Finance Studies*. Vol. 3 No. 1.
- Savasa, B & F. Samiloglub. 2010. The Impact Of Macroeconomic Variables On Stock Returns in Turkey: An ARDL Bounds Testing Approach. *Afyon Kocatepe Universitesi*. Vol II.
- Syukma, N.H. 2011. *Faktor-faktor Makroekonomi yang Mempengaruhi Return Saham Batubara dalam Kelompok Jakarta Islamic Index [skripsi]*. Bogor: Institut Pertanian Bogor.
- Widoatmodjo, S. 2009. *Pasar Modal Indonesia: Pengantar dan Studi Kasus*. Bogor: Ghalia Indonesia.
- Yusof, R.M, et.al. 2006. Macroeconomic Variables and Stock Returns in the Post 1997 Financial Crisis: An

Application of the ARDL Model. Global Conference on Business and Economics, Gutman Conference Center, USA, Oktober 2006.

Yusof, R.M & Majid, M.S.A. 2007. Stock Market Volatility Transmission in Malaysia: Islamic Versus Conventional Stock Market. *Journal Islamic Economics*. Vol. 20 No. 2, pp. 17-35.