

Guncangan Variabel Makroekonomi Terhadap Jakarta Islamic Index (JII)

Pribawa E Pantas

Program Studi Perbankan Syariah, Fakultas Agama Islam

Universitas Ahmad Dahlan

Email: pribawa.pantas@pbs.uad.ac.id

ABSTRAK

Pertumbuhan pasar modal syariah di Indonesia terus menunjukkan kinerja yang positif, hal ini ditunjukkan dengan semakin besarnya nilai kapitalisasi serta minat investor dalam berinvestasi di pasar modal syariah. Tujuan penelitian ini adalah menganalisis secara empiris pengaruh jangka pendek dan jangka panjang variabel makroekonomi terhadap Jakarta Islamic Indeks (JII) serta menganalisis kecepatan respon Jakarta Islamic Indeks (JII) terhadap guncangan makroekonomi pada periode Januari 2011 – Desember 2016. Variabel makroekonomi yang digunakan antara lain inflasi, suku bunga bank Indonesia, nilai tukar, dan harga minyak dunia. Metode analisis menggunakan Vector Error Correction Model (VECM) dengan innovation accounting berupa Impulse Response Function (IRF) dan Forecasting Error Variance Decomposition (FEVD) dari data agregat Jakarta Islamic Indeks (JII). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Guncangan variabel inflasi direspon negatif oleh JII, sedangkan variabel, suku bunga bank Indonesia, nilai tukar, dan harga minyak dunia direspon positif oleh JII. Penelitian ini juga mengungkapkan bahwa guncangan yang paling cepat direspon oleh JII adalah variabel suku bunga bank Indonesia (15) diikuti variabel nilai tukar (16), inflasi (17), dan harga minyak dunia(17).

Kata Kunci: JII; Inflasi; Suku Bunga BI; Nilai Tukar; Harga Minyak Dunia

PENDAHULUAN

Industri keuangan syariah di Indonesia yang sudah hadir sejak lebih dari dua dasawarsa silam telah mengalami pertumbuhan yang kuat setiap tahunnya. Sebagai negara dengan mayoritas pemeluk agama Islam terbesar di dunia tentunya menjadi salah satu faktor penting yang mendorong berkembangnya berbagai instrumen keuangan yang berbasis syariah seperti perbankan syariah, asuransi dan pegadaian syariah, serta pasar modal syariah.

Pada saat krisis global melanda Amerika dan Eropa, fakta di lapangan menunjukkan perekonomian dan keuangan yang berbasis syariah terbukti mampu bertahan dan dinilai ramah secara sosial dan juga memiliki etika serta lebih berpihak pada golongan menengah ke bawah (Mulyani, 2014).

Dalam konsep pertumbuhan ekonomi, keberadaan pasar modal sebuah negara sangat penting sebagai sarana investasi yang berguna bagi pembangunan serta menjadi wadah penyediaan modal bagi perusahaan untuk membesarkan aktivitas perdagangannya.

Menurut Hidayat (2011), secara konsep pasar modal syariah dan pasar modal konvensional tidak jauh berbeda meskipun dalam konsep pasar modal syariah disebutkan bahwa saham yang diperdagangkan harus berasal dari perusahaan yang bergerak dalam sektor yang memenuhi kriteria syariah dan terbebas dari unsur ribawi, serta transaksi saham dilakukan dengan menghindari berbagai praktik spekulasi. Perbedaan mendasar antara pasar modal konvensional dengan pasar modal syariah dapat dilihat dari instrumen dan mekanisme transaksinya, sedangkan perbedaan nilai indeks saham syariah dengan nilai indeks saham konvensional terletak pada kriteria saham emiten yang harus memenuhi prinsip-prinsip dasar syariah (Sutedi, 2011).

Salah satu alat ukur kinerja pasar modal syariah di Indonesia adalah *Jakarta Islamic Indeks* (JII) yang terdiri dari 30 saham syariah terlikuid berdasarkan prinsip-prinsip syariah yang tercantum dalam Dewan Pengawas Syariah dan peraturan Bapepam dan LK no IXA.A.13. Kehadiran Jakarta Islamic Index (JII) pada bulan Juli tahun 2000 menjadi langkah awal perkembangan transaksi saham syariah pada pasar modal Indonesia yang menjadi pemandu bagi investor yang ingin menanamkan dananya secara syariah tanpa khawatir tercampur dengan dana ribawi sekaligus menjadi tolak ukur kinerja dalam memilih portofolio saham yang sesuai prinsip syariah.

Tabel 1.
Kapitalisasi dan Kinerja Indeks Saham Syariah JII

| Tahun | Kapitalisasi JII | Indeks JII |
|-------|------------------|------------|
| 2011 | 1.241,90 | 537.031 |
| 2012 | 1.671,00 | 594.789 |
| 2013 | 1.672,10 | 585.110 |
| 2014 | 1.944,53 | 691.039 |
| 2015 | 1.737,29 | 603.395 |
| 2016 | 2.035,30 | 694.127 |

Sumber: www.ojk.go.id <http://www.ojk.go.id>/(data diolah)

Sebagaimana ditunjukkan dalam tabel 1. di atas, perkembangan indeks saham syariah dalam kelompok *Jakarta Islamic Index* (JII) dari tahun ke tahun menunjukkan

nilai yang terus naik. Jika dibandingkan dengan tahun 2011, nilai kapitalisasi saham syariah di JII tercatat sebesar 1.241,90 triliun rupiah dan terus mengalami peningkatan di tahun berikutnya. Hanya di tahun 2015 jumlah kapitalisasi JII turun menjadi 1.737,29 triliun atau sebesar 10,66% dari tahun sebelumnya namun langsung meningkat sebesar 298,01 triliun atau sebesar 17,15 % di tahun 2016 yaitu sebesar 2.035,30 triliun.

Tabel 1. juga mengindikasikan bahwa keberadaan saham syariah sangat diminati oleh para investor, hal itu tergambar dari semakin meningkatnya indeks saham syariah dalam hal ini JII meskipun di tahun 2013 dan 2015 mengalami penurunan akan tetapi di tahun 2016 indeks saham kembali mengalami peningkatan nilai persentase tertinggi dibanding dengan tahun-tahun sebelumnya. Di samping itu, pertumbuhan nilai indeks saham syariah dalam kelompok Jakarta Islamic Index (JII) juga menunjukkan peningkatan yang terus naik dan mampu sejajar dengan pertumbuhan indeks lainnya. Hal tersebut dapat terlihat dari tabel 2. di bawah ini :

Tabel 2.
Kinerja Indeks Saham JII

| Tahun | JII | LQ45 | IHSG |
|-------|---------|---------|---------|
| 2011 | 0,78% | 1,83% | 3,20% |
| 2012 | 10,76% | 9,13% | 12,94% |
| 2013 | - 1,63% | -3,25% | - 4,25% |
| 2014 | 18,10% | 26,36% | 22,29% |
| 2015 | -12,69% | -11,86% | -12,13% |
| 2016 | 15,05% | 11,69% | 15,32% |

Sumber: www.idx.co.id <http://www.ojk.go.id/>(data diolah)

Selain itu, meskipun beberapa kali mengalami fluktuasi, akan tetapi selalu mengalami kenaikan dari periode sebelumnya dalam setahun. Sedangkan nilai kapitalisasi saham syariah yang ditunjukkan oleh *Jakarta Islamic Index* (JII) selalu mengalami *trend* peningkatan dari tahun-tahun sebelumnya.

Mengingat investasi merupakan kegiatan menanamkan modal secara langsung maupun tidak langsung yang harapannya pada saatnya nanti pemilik modal memperoleh sejumlah keuntungan dari hasil penanaman modal (Samsul, 2006). Maka fluktuasi pergerakan indeks dalam industri pasar modal memang sudah seharusnya ditanggapi dengan serius oleh para pelaku di pasar modal khususnya Investor. Seorang investor dalam melakukan aktivitas perdagangan saham di suatu negara harus memperhatikan

situasi moneter dan pergerakan variabel makro ekonomi seperti suku bunga, nilai tukar dan inflasi (Ginting dkk, 2016).

Adanya fenomena fluktuasi pertumbuhan indeks saham JII yang tidak konsisten ini menarik untuk dicermati dan diuji terutama sampai sejauh mana pengaruh makroekonomi regional dan global yang diwakili oleh suku perubahan tingkat inflasi, tingkat suku bunga bank Indonesia, nilai tukar rupiah IDR/USD, dan harga minyak dunia terhadap indeks harga saham JII selama kurun waktu Januari 2011 - Desember 2016.

Menurut Mulyani (2014), Secara sederhana variabel inflasi diartikan sebagai meningkatnya harga-harga secara umum dan terus menerus. dan hasil penelitian yang dilakukan menunjukkan bahwa variabel inflasi memiliki hubungan yang positif dan signifikan. Hasil ini berbeda dengan yang dikemukakan oleh Suciningtias dan Khoiroh (2015) yang menemukan bahwa inflasi memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).

Umumnya tingkat suku bunga yang tinggi merupakan sinyal negatif terhadap harga saham (Gujarati, 2006). Penelitian Buyuksalvaci (2010) menyatakan bahwa variabel tingkat suku bunga BI memiliki pengaruh negatif terhadap indeks saham di Turki. Hasil tersebut senada dengan penelitian Mulyani (2014), hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa tingkat Tingkat bunga yang terlalu tinggi akan mempengaruhi nilai sekarang (*present value*) aliran kas perusahaan sehingga kesempatan-kesempatan investasi yang ada tidak akan menarik lagi.

Penelitian Ginting dkk. (2016), hasil dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang positif dan signifikan antara nilai tukar terhadap saham syariah di Bursa Efek Indonesia (BEI). Namun hasil tersebut berbeda dengan beberapa penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Buyuksalvaci (2010), Mulyani (2014), serta Suciningtias dan Khoiroh (2015) yang menyatakan bahwa nilai tukar berpengaruh negatif harga di indeks saham.

Harga minyak dunia menjadi salah satu variabel makroekonomi yang mempengaruhi hampir seluruh sektor ekonomi di berbagai negara. Penelitian Abdullah dkk. (2014) tentang adanya hubungan positif antara harga minyak mentah terhadap indeks saham syariah di beberapa negara kawasan Asia Tenggara. Namun penelitian lain menunjukkan hasil yang berbeda dari beberapa diantaranya oleh Buyuksalvarci

(2010), yang mengungkapkan bahwa harga minyak dunia memiliki pengaruh yang negatif terhadap bursa saham di Turki.

Berdasarkan penjabaran di atas, penelitian ini akan mengkaji pengaruh serta respon pergerakan saham di *Jakarta Islamic Index* (JII) terhadap kondisi makroekonomi (inflasi, suku bunga, nilai tukar, serta harga minyak dunia) dan kecepatan respon JII atas kondisi terkait. Oleh karena itu, model yang digunakan dalam penelitian ini adalah VAR/VECM dengan *innovation accounting* berupa *Impulse Response Function* (IRF) serta *Forecasting Error Variance Decomposition* (FEVD).

METODE PENELITIAN

Pendekatan penelitian yang digunakan merupakan penelitian kausalitas, selain mengukur kekuatan hubungan antara dua variabel atau lebih, juga menunjukkan arah hubungan antara variabel bebas dan variabel terikat (mempertanyakan masalah sebab-akibat). Data yang digunakan adalah jenis data sekunder. Secara keseluruhan, data diambil dari sumber resmi dalam bentuk bulanan mulai dari periode Januari 2011 sampai Desember 2016. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 4 variabel independen dan 1 variabel dependen. Variabel dependen yang digunakan adalah *Jakarta Islamic Index* (JII), sedangkan variabel independennya adalah inflasi (INF), nilai suku bunga BI (SBI), tukar (ER), dan harga minyak dunia (OIL).

Jakarta Islamic Index (JII) merupakan indeks harga saham rata-rata untuk jenis saham yang memenuhi kriteria syariah terdiri dari 30 saham syariah terlikuid, data diperoleh dari situs resmi Bursa Efek Indonesia (idx) pada periode Januari 2011 – Desember 2016. Data tersebut akan dinormalisasi atau disejajarkan satuannya dengan menggunakan logaritma natural (ln). Inflasi berupa gejala kenaikan harga barang-barang yang bersifat umum dan terus menerus disajikan dalam bentuk presentase (%) yang diperoleh dari publikasi BI pada periode Januari 2011 – Desember 2016.

Suku bunga mencerminkan sikap atau *stance* kebijakan moneter yang ditetapkan oleh bank Indonesia dan diumumkan melalui publikasi BI pada periode Januari 2011 – Desember 2016, disajikan dalam bentuk presentase (%). Nilai tukar (ER) merupakan perbandingan nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing (USD). Nilai tukar disajikan dalam bentuk Rupiah (Rp/\$) dan data diperoleh dari situs resmi *Pacific Exchange Rate Service* (fx.sauder) dinormalisasi atau disejajarkan satuannya dengan variabel lainnya

menggunakan logaritma natural (ln). Harga minyak dunia dalam penelitian ini menggunakan standar OPEC dengan satuan \$/barrel dan akan diubah menjadi menjadi satuan rupiah/barrel. Data harga minyak dunia akan dinormalisasi atau disejajarkan satuannya dengan variabel lainnya menggunakan logaritma natural (ln). Data harga minyak dunia diperoleh dari *Monthly OPEC Basket Price* pada periode Januari 2011 – Desember 2016.

Analisis data pada penelitian ini menggunakan teknik menggunakan *Vector Autoregression* (VAR). Kemudian jika data yang digunakan stasioner pada tingkat *differencing* pertama maka model VAR akan dikombinasikan dengan model koreksi kesalahan yaitu *Error Correction Model* (ECM). Dengan demikian, model persamaan sementara yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\ln JII_t = \alpha_0 + \alpha_1 INF_t + \alpha_2 SBI_t + \alpha_3 \ln ER_t + \alpha_4 \ln OIL_t + \varepsilon_t$$

$$\Delta \ln JII_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta INF_t + \alpha_2 \Delta SBI_t + \alpha_3 \Delta \ln ER_t + \alpha_4 \Delta \ln OIL_t + \alpha_5 \ln JII_{t-1} + \alpha_6 INF_{t-1} + \alpha_7 SBI_{t-1} + \alpha_8 \ln ER_{t-1} + \alpha_9 \ln OIL_{t-1} + \varepsilon_t$$

HASIL PENELITIAN

Metode pengujian yang digunakan untuk melakukan uji stasioneritas data dalam penelitian ini adalah uji ADF (*Augmented Dickey Fuller*) dengan menggunakan taraf nyata 5%. Jika nilai t-ADF lebih besar dari nilai kritis MacKinnon, maka dapat disimpulkan bahwa data yang digunakan adalah stasioner (tidak mengandung akar unit). Pengujian akar-akar unit ini dilakukan pada tingkat level sampai dengan *first difference*.

Tabel 3.
Uji Stasioneritas (Akar Unit)

| VARIABEL | LEVEL | | 1ST DIFFERENCE | |
|----------|-----------|--------------|----------------|--------------|
| | NILAI ADF | MACKINNON 5% | NILAI ADF | MACKINNON 5% |
| LN_JII | -2.204477 | -2.902953 | -8.314174 | -2.903566 |
| INF | -1.612607 | -2.902953 | -7.810355 | -2.903566 |
| SBI | -1.277655 | -2.904198 | -3.782145 | -2.904198 |
| LN_ER | -0.625566 | -2.902953 | -9.965438 | -2.903566 |
| LN_OIL | -1.575946 | -2.903566 | -6.473767 | -2.903566 |

Uji ADF pada level *first difference* berdasarkan tabel 3. di atas menunjukkan bahwa semua data stasioner pada taraf nyata 5%. Artinya data yang digunakan dalam penelitian ini terintegrasi pada ordo satu I(1). Sims (1980) menolak penggunaan

variabel *difference*, karena akan membuang informasi berharga (jangka panjang) terkait dengan pergerakan searah data. Oleh karena itu, untuk menganalisis informasi jangka panjang akan digunakan data *level* sehingga model VAR akan dikombinasikan dengan model koreksi kesalahan yaitu VECM.

Penentuan *lag optimal* sangat penting dalam pendekatan VAR karena *lag* dari variabel endogen dalam sistem persamaan akan digunakan sebagai variabel eksogen (Enders, 2004:167). Pengujian panjang *lag optimal* ini sangat berguna untuk menghilangkan masalah autokorelasi dalam sistem VAR. Sehingga dengan digunakannya *lag optimal* diharapkan tidak muncul lagi masalah autokorelasi. Penentuan *lag optimal* yang digunakan dalam penelitian ini berdasarkan *lag* terpendek dengan menggunakan kriteria *Akaike Information Criterion (AIC)*. Berdasarkan kriteria AIC, nilai terkecil ditunjukkan pada lag 1 sebagaimana ditunjukkan dengan tanda (*). Oleh karena itu, dalam proses selanjutnya untuk mengestimasi model persamaan VAR akan digunakan lag 1. Hasil pengujian *lag optimal* secara lengkap dapat dilihat pada Tabel 4. berikut.

Tabel 4.
Hasil Uji Lag Optimum

| Lag | LogL | LR | FPE |
|------------|-------------|-----------|------------|
| 0 | -494.2482 | NA | 2.558346 |
| 1 | -110.4415 | 697.8305 | 4.86e-05* |
| 2 | -98.70943 | 19.55344 | 7.37e-05 |
| 3 | -74.44607 | 36.76265 | 7.79e-05 |
| 4 | -52.65137 | 29.72005 | 9.16e-05 |
| 5 | -12.01044 | 49.26174* | 6.37e-05 |
| 6 | 14.89243 | 28.53334 | 7.16e-05 |

| Lag | AIC | SC | HQ |
|------------|------------------|-----------|-----------|
| 0 | 15.12873 | 15.29462 | 15.19428 |
| 1 | 4.245684* | 5.251100* | 4.649092* |
| 2 | 4.657861 | 6.482574 | 5.378892 |
| 3 | 4.680184 | 7.334311 | 5.728956 |
| 4 | 4.777314 | 8.260856 | 6.153827 |
| 5 | 4.303347 | 8.616303 | 6.007601 |
| 6 | 4.255803 | 9.388055 | 6.277679 |

Setelah diketahui bahwa semua variabel yang digunakan pada penelitian ini stasioner pada *first difference*, selanjutnya dilakukan uji kointegrasi untuk mengetahui

apakah terdapat hubungan jangka panjang di antara variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Engle dan Granger (1987) menjelaskan konsep kointegrasi merupakan fenomena kombinasi linear dari dua variabel atau lebih yang tidak stasioner akan menjadi stasioner. Kombinasi linear ini dikenal dengan istilah persamaan kointegrasi yang mampu menginterpretasikan hubungan keseimbangan jangka panjang antar variabel. Metode pengujian kointegrasi dalam penelitian ini didasarkan pada metode Johansen.

Pengujian ini dilakukan untuk memperoleh hubungan jangka panjang antar variabel dalam periode pengamatan dimana semua variabel telah stasioner pada derajat yang sama yaitu derajat 1 I(1). Informasi jangka panjang diperoleh dengan menentukan terlebih dahulu *rank* kointegrasi untuk mengetahui berapa sistem persamaan yang dapat menerangkan dari keseluruhan sistem yang ada. Kriteria pengujian kointegrasi pada penelitian ini didasarkan pada *trace-statistics*. Apabila nilai *trace-statistics* lebih besar daripada nilai kritis 5% maka hipotesis alternatif yang menyatakan jumlah *rank* kointegrasi dapat diterima. Hasil pengujian kointegrasi dapat dilihat pada tabel 5.

Tabel 5.
Uji Kointegrasi Johansen

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Trace Statistic | 0.05 Critical Value | Prob.** |
|------------------------------|------------|--------------------|------------------------|---------|
| None* | 0.437475 | 87.47615 | 69.81889 | 0.0010 |
| At most 1* | 0.280948 | 48.92975 | 47.85613 | 0.0395 |
| At most 2 | 0.246564 | 26.83168 | 29.79707 | 0.1058 |
| At most 3 | 0.093936 | 7.863208 | 15.49471 | 0.4801 |
| At most 4 | 0.018542 | 1.253952 | 3.841466 | 0.2628 |

Keterangan : tanda asterik (*) menunjukkan adanya kointegrasi pada taraf nyata 5%

Dari tabel 5. dapat dilihat bahwa terdapat minimal satu *rank cointegration* pada taraf nyata 5%, yang berarti terdapat minimal 1 persamaan kointegrasi yang mampu menerangkan keseluruhan model JII. Informasi jumlah *rank* ini akan digunakan sebagai model koreksi kesalahan (ECM) yang akan dimasukkan ke dalam model VAR menjadi VECM.

VECM merupakan bentuk VAR yang terestriksi. Restriksi tambahan ini dilakukan karena adanya data yang tidak stasioner namun terkointegrasi. VECM mampu melihat hubungan jangka panjang variabel-variabel endogen agar konvergen ke

dalam hubungan kointegrasinya, namun tetap membiarkan keberadaan dinamisasi jangka pendek. Hasil estimasi VECM baik untuk jangka panjang maupun jangka pendek dapat dilihat pada Tabel 3.4.

Pada jangka panjang, keseluruhan variabel yang digunakan dalam penelitian ini berpengaruh signifikan. Inflasi (INF) berpengaruh positif dan signifikan terhadap JII sebesar 8.525805, artinya jika INF naik satu satuan maka JII akan naik sebesar 8.525805 satuan. Suku Bunga Bank Indonesia (SBI) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap JII sebesar 6.340421, artinya jika SBI naik satu satuan maka JII akan turun sebesar 6.340421 satuan. Nilai tukar rupiah (ER) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap JII sebesar 6.781628, Artinya jika ER naik satu satuan maka JII akan turun sebesar 6.781628 satuan. Harga minyak dunia (OIL) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap JII sebesar 3.962462, artinya jika OIL naik satu satuan, maka JII akan naik sebesar 0,068719 satuan.

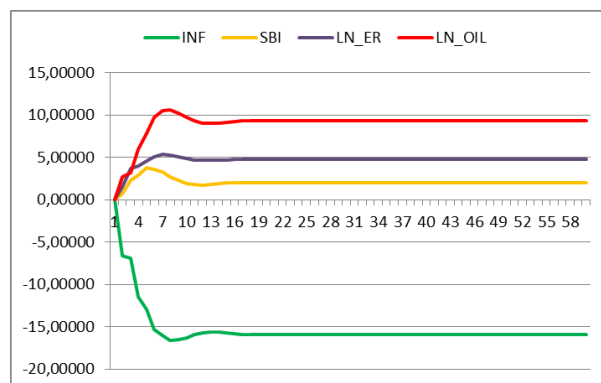
Tabel 6.
Hasil Estimasi VECM

| JANGKA PENDEK | | |
|-----------------------|------------------|----------------|
| VARIABEL | KOEFISIEN | T-STAT. |
| CointEq1 | -0.094241 | -2.30699* |
| D(JII(-1)) | -0.005522 | -2.23713* |
| D(INF(-1)) | -1.755920 | -0.31307 |
| D(SBI(-1)) | -0.101422 | -0.00562 |
| D(LN_ER(-1)) | -1.830542 | -0.10931 |
| D(LN_OIL(-1)) | -0.652806 | -0.01631 |
| JANGKA PANJANG | | |
| INF(-1) | 8.525805 | 5.28136* |
| SBI(-1) | -6.340421 | -2.16972* |
| LN_ER(-1) | -6.781628 | -4.97021* |
| LN_OIL(-1) | -3.962462 | -5.09470* |

Tabel 6. juga menunjukkan bahwa hasil estimasi VECM jangka pendek terdapat nilai koreksi kesalahan dari jangka pendek ke jangka panjang sebesar 0,094241 yang dapat dilihat dari tanda (-) pada koefisien *Error Correction Term* (ECT). Koefisien ECT bernilai -0,094241 merupakan nilai kecepatan dalam penyesuaian diri menuju tren jangka panjang sebesar 9,42% dengan 1 lag. Lebih lanjut, koreksi kesalahan tersebut signifikan secara statistik karena nilai t-statistik (2,30699) > t-tabel (1,96). Pada analisis

jangka pendek tidak ada variabel yang secara signifikan mempengaruhi *Jakarta Islamic Index* (JII).

Untuk menentukan struktur dinamis dari model penelitian ini, maka digunakan *Impulse Response Function* (IRF) untuk melihat pengaruh kontemporer dari sebuah variabel dependen jika mendapatkan guncangan atau inovasi dari variabel independen sebesar satu standar deviasi. Hasil IRF sangat sensitif terhadap pengurutan. Gambar 3.1. berikut menunjukkan hasil *impulse response* JII akibat guncangan INF, SBI, ER, dan OIL pada jangka panjang.

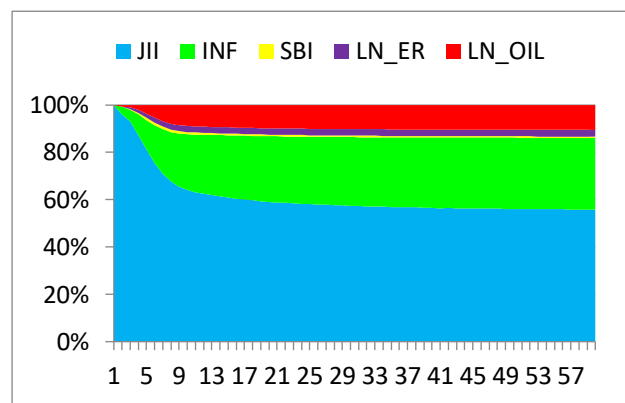


Gambar 1.
Impulse Function JII

Berdasarkan gambar 1. diketahui bahwa Guncangan inflasi (INF) direspon negatif oleh JII mulai awal periode hingga akhir periode dan mulai stabil pada periode ke-17 dengan nilai sebesar -15,92177. Dengan kata lain, ketika INF mengalami guncangan (peningkatan) maka akan menurunkan nilai indeks JII. Guncangan suku bunga bank Indonesia (SBI) direspon positif oleh JII mulai awal periode hingga akhir periode dan mulai stabil pada periode ke-15 dengan nilai sebesar 1,961771. Dengan kata lain, ketika SBI mengalami guncangan (peningkatan) maka akan meningkatkan indeks saham di JII. Guncangan nilai tukar (ER) direspon positif oleh JII mulai awal periode hingga akhir periode dan mulai stabil pada periode ke-16 dengan nilai sebesar 4,762886. Dengan kata lain, ketika ER mengalami guncangan (peningkatan) maka akan meningkatkan indeks saham di JII. Guncangan harga minyak dunia (OIL) direspon positif oleh JII mulai awal periode hingga akhir periode dan mulai stabil pada periode ke-17 dengan nilai sebesar 9,332888. Dengan kata lain, ketika OIL mengalami guncangan (peningkatan) maka akan meningkatkan nilai indeks saham di JII. Lebih lanjut, dalam jangka panjang seluruh variabel tidak terlihat menunjukkan tanda-tanda

pergerakan menuju keseimbangan atau mendekati nol (*convergence*). Artinya, perubahan INF, SBI, ER, dan OIL akan tetap direspon oleh JII karena efeknya yang permanen.

Setelah menganalisis perilaku guncangan melalui *impulse response*, maka tahap berikutnya adalah memprediksi kontribusi setiap variabel penelitian terhadap guncangan atau perubahan variabel tertentu dengan melihat model melalui *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD). Di bawah ini adalah gambar 3.2. yang menggambarkan model FEVD JII.



Gambar 2.
Forecast Error Variance Decomposition (FEVD) JII

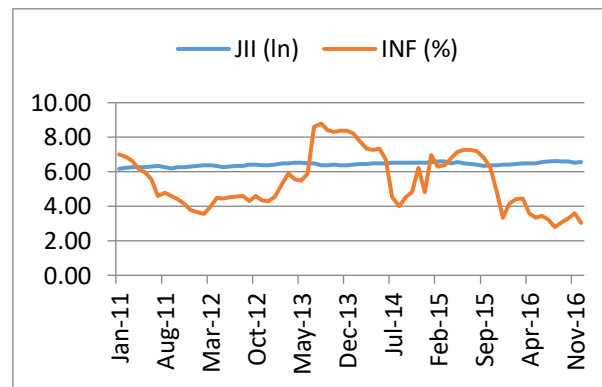
Gambar 2. menunjukkan bahwa perilaku nilai indeks saham di *Jakarta Islamic Index* (JII) lebih dominan dipengaruhi oleh guncangan variabel INF di urutan pertama, dan OIL di urutan kedua. Pada awal periode hingga akhir periode, variabel inflasi (INF) secara konsisten menjadi faktor utama dalam perubahan nilai JII, yaitu berpengaruh sebesar 30,36% pada akhir periode pengamatan. Kemudian variabel harga minyak dunia (OIL) berkontribusi dalam mempengaruhi perubahan nilai JII sebesar 8,95% pada akhir periode pengamatan. Lebih lanjut, dua variabel lainnya secara berurutan memberikan kontribusi yang tidak terlalu signifikan terhadap perubahan nilai JII, yaitu sebesar 2,78% dari nilai tukar (ER), lalu diikuti oleh suku bunga bank Indonesia (SBI) sebesar 0,55%.

Pembahasan hasil analisis pengaruh guncangan variabel makroekonomi (inflasi, suku bunga bank Indonesia, nilai tukar, dan harga minyak dunia) terhadap nilai indeks saham syariah di *Jakarta Islamic Index* (JII) tercermin dari pola gambar *Impulse Response Function* (IRF). Lebih lanjut, kontribusi guncangan masing-masing variabel

tercermin dari output *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD). Berikut adalah ringkasan hasil dari analisis IRF

1. Respon JII terhadap INF

Guncangan inflasi (INF) direspon negatif oleh JII dan mulai stabil pada periode ke-17 hingga akhir periode observasi. Dengan kata lain, ketika INF mengalami guncangan (peningkatan), maka diasumsikan akan menyebabkan terganggunya fungsi nilai uang dan penurunan daya beli (permintaan) masyarakat terhadap barang dan jasa yang pada akhirnya menurunkan penjualan produk domestik yang mengakibatkan penurunan keuntungan perusahaan. Hasil ini sejalan dengan penelitian Suciningtias dan Khoiroh (2016) yang menyatakan bahwa menurunnya profitabilitas perusahaan merupakan berita kurang baik bagi perusahaan sebab para investor menilai bahwa berinvestasi dipasar modal bukan hal yang menarik dan lebih memiliki resiko yang lebih tinggi. Lebih lanjut, menurunnya minat investor melakukan investasi dapat menyebabkan turunnya harga saham perusahaan serta dapat menurunkan indeks saham.

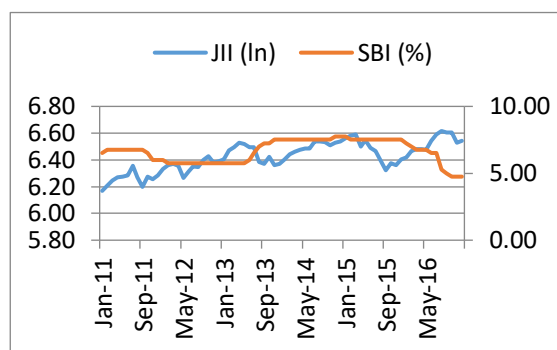


Gambar 3.
Pola Interaksi JII dan INF

2. Respon JII terhadap SBI

Guncangan suku bunga bank Indonesia (SBI) direspon positif oleh JII dan mulai stabil pada periode ke-15 hingga akhir periode observasi. Artinya ketika SBI mengalami guncangan (peningkatan) maka akan menurunkan nilai indeks saham syariah di JII. Hasil ini tidak sesuai dengan temuan Buyuksalvacı (2010) dan Mulyani (2014) yang menemukan bahwa suku berpengaruh positif dan signifikan terhadap Indeks harga saham. Selain itu hasil yang diungkap dalam penelitian

Ginting dkk. (2016) yang menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan dari SBI terhadap indeks saham di Bursa Efek Indonesia Sektor Perbankan.



Gambar 4.
Pola Interaksi JII dan SBI

Nilai SBI yang tidak berkorelasi negatif diduga karena tingkat perubahan SBI yang sangat kecil sehingga tidak berdampak begitu besar. Hal ini disebabkan mekanisme penetapan tingkat suku bunga (SBI) di Indonesia tidak sepenuhnya diserahkan ke pasar oleh Bank Indonesia. Bank Indonesia berusaha menjaga nilai SBI agar tidak berubah untuk tidak membuat kepanikan di tingkat investor khususnya pasar modal Indonesia. Hingga saat ini, Bank Indonesia tetap memegang kendali penuh tingkat suku bunga sehingga nilainya cenderung stabil tidak menimbulkan kekhawatiran dan ketidakpastian di kalangan investor.

3. Respon JII terhadap ER

Guncangan nilai tukar (ER) direspon positif oleh JII dan mulai stabil pada periode ke-16 hingga akhir periode observasi. Artinya ketika ER mengalami guncangan (peningkatan) maka akan meningkatkan nilai indeks saham JII. Hasil ini sejalan dengan penelitian Ginting dkk. (2016), yang menemukan bahwa terdapat hubungan yang positif dan signifikan antara nilai tukar terhadap saham syariah di Bursa Efek Indonesia (BEI). Disisi lain, hasil ini berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Buyuksalvaci (2010), Mulyani (2014), serta Suciningtias dan Khoiroh (2015) yang menyatakan bahwa nilai tukar berpengaruh negatif harga di indeks saham.

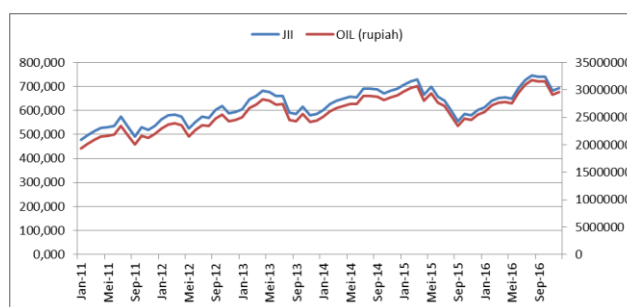
Melemahnya nilai tukar rupiah (depresiasi) terhadap dolar dalam jangka panjang dapat berdampak pada persaingan produk-produk domestik di luar negeri. Hal ini secara serta merta akan meningkatkan ekspor produk-produk yang dihasilkan perusahaan domestik serta meningkatkan penjualan perusahaan. Secara tidak

langsung peningkatan ekspor akan membuat surplus neraca perdagangan dan meningkatkan kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya pada pasar modal syariah, khususnya saham-saham yang ada di *Jakarta Islamic Index (JII)*.

4. Respon JII terhadap OIL

Guncangan harga minyak dunia (OIL) direspon positif oleh JII dan mulai stabil pada periode ke-17 hingga akhir periode observasi. Dengan kata lain, ketika OIL mengalami guncangan (peningkatan), maka akan meningkatkan nilai indeks saham syariah JII. Hasil ini sesuai dengan hipotesis yang diformulasikan oleh Abdullah dkk. (2014) yang mengungkapkan bahwa peningkatan harga minyak dunia dalam jangka panjang juga akan berdampak signifikan bagi peningkatan nilai indeks saham syariah di negara-negara kawasan asia tenggara, khususnya Indonesia.

Adanya hubungan positif dalam jangka panjang tersebut dikarenakan kenaikan harga minyak akan mendorong kenaikan harga saham perusahaan pertambangan yang ada di JII, peningkatan harga minyak akan memicu kenaikan harga bahan tambang secara umum. Hal ini tentu mengakibatkan perusahaan pertambangan berpotensi untuk meningkatkan labanya. Lebih lanjut, kenaikan harga saham perusahaan pertambangan tentu akan mendorong kenaikan indeks harga saham syariah JII.



Gambar 5.
Pola Interaksi JII dan OIL

Kenaikan harga minyak didasarkan pada meningkatnya permintaan bukan berkurangnya penawaran, kenaikan harga minyak dunia ini dilatarbelakangi oleh kenaikan konsumsi minyak dunia (www.reuters.com). Meningkatnya konsumsi akan mendorong perusahaan untuk melakukan ekspansi bisnisnya, maka kenaikan harga minyak sendiri baik secara langsung maupun tidak langsung mendorong kenaikan JII. Ini dapat dilihat bahwa selama periode pengamatan, dimana pergerakan JII dan harga minyak dunia searah seperti yang nampak pada gambar 5.

KESIMPULAN

Berdasarkan seluruh pemaparan di atas, maka simpulan yang dihasilkan adalah sebagai berikut. *Pertama*, guncangan inflasi (INF) direspon negatif oleh JII mulai awal periode hingga akhir periode dan mulai stabil pada periode ke-17 dengan nilai sebesar -15,92177. Dengan kata lain, ketika INF mengalami guncangan (peningkatan) maka akan menurunkan nilai indeks JII. *Kedua*, guncangan suku bunga bank Indonesia (SBI) direspon positif oleh JII mulai awal periode hingga akhir periode dan mulai stabil pada periode ke-15 dengan nilai sebesar 1,961771. Dengan kata lain, ketika SBI mengalami guncangan (peningkatan) maka akan meningkatkan nilai indeks JII. *Ketiga*, guncangan nilai tukar (ER) direspon positif oleh JII mulai awal periode hingga akhir periode dan mulai stabil pada periode ke-16 dengan nilai sebesar 4,762886. Dengan kata lain, ketika ER mengalami guncangan (peningkatan) maka akan meningkatkan nilai indeks JII. *Keempat*, guncangan harga minyak dunia (OIL) direspon positif oleh JII mulai awal periode hingga akhir periode dan mulai stabil pada periode ke-17 dengan nilai sebesar 9,332888. Dengan kata lain, ketika OIL mengalami guncangan (peningkatan) maka akan meningkatkan nilai indeks JII.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah AM, Saiti B, Masih AMM. The Impact Of Crude Oil Price On Islamic Stock Indices Of South East Asian (SEA) Countries: A Comparative Analysis. *Munich Personal RePEc Archive (MPRA)*. 2014; (56957).
- Bank Indonesia. Moneter. BI Rate. 2011 – 2016. [Akses 10 Agustus 2017]. Dari: <http://www.bi.go.id/id/moneter/inflasi/data/Default.aspx>
- _____. Moneter. Inflasi. 2011 – 2016. [Akses 10 Agustus 2017]. Dari: <http://www.bi.go.id/id/moneter/inflasi/data/Default.aspx>
- Bursa Efek Indonesia. Publikasi. Statistik. Yearly. 2011 – 2016. [Akses 10 Agustus 2017]. Dari: <http://www.idx.co.id/id-id/beranda/publikasi/statistik.aspx>
- Buyuksalvacı A. The Effect Of Macroeconomics Variable On Stock Return: Evidence From Turkey. *European Journal On Social Science*. 2010; 14(3):404-416.
- Enders, Walter. *Applied Econometric Time Series*. Wiley Series in Probability and Statistics. John Wiley and Sons, Inc.; 2004.
- Ginting MRM, Topowiyono, Sulasmiyati S. Pengaruh Tingkat Suku Bunga, Nilai Tukar Dan Inflasi Terhadap Harga Saham (Studi Pada Sub-Sektor Perbankan Di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2015). *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*. 2016; 35(2):77-85.

- Gujarati, Damodar N. *Dasar-Dasar Ekonometrika Dasar*. Jilid I. Alih Bahasa: Julius A. Mulyadi. Jakarta: Erlangga; 2006. 130.
- Hidayat, Taufik. *Buku Pintar Investasi Syariah*. Jakarta: Mediakita; 2011.
- Mulyani N. Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, Nilai Tukar Rupiah, Dan Produk Domestik Bruto Terhadap Jakarta Islamic Index. *Jurnal Bisnis dan Manajemen Eksekutif*. 2014; 1(10).
- OPEC Basket Price. [Akses 10 Agustus 2017]. 2011 – 2016. Dari: http://www.opec.org/opec_web/en/data_graphs/40.htm
- Otoritas Jasa Keuangan. Pasar Modal. Statistik Pasar Modal. [Akses 10 Agustus 2017]. 2011 – 2016. Dari: http://www.opec.org/opec_web/en/data_graphs/40.htm
- Pacific Exchange Rate Service. Daily Exchange Rate Sheets (PDF). 2011 – 2016. [Akses 10 Agustus 2017]. Dari: <http://fx.sauder.ubc.ca/pdf/index.php?year=2011>
- Reuters. Oil Rises on strong demand, falling Saudi export. 2017. [Akses: 19 Agustus 2017]. Available from: <https://www.reuters.com/article/us-global-oil-idUSKBN1A305V>
- Samsul, Mohamad. *Pasar Modal Dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Erlangga; 2006.
- Suciningtias SA, Khoiroh R. Analisis Dampak Variabel Makro Ekonomi Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). *Conference In Business, Accounting, And Management (CBAM)*. 2015(2):398-412.
- Sutedi, Adrian. 2011. *Pasar Modal Syariah Sarana Investasi Keuangan Berdasarkan Prinsip Syariah*. Jakarta: Salemba Empat.