

Determinasi Faktor Fundamental Makroekonomi dan Indeks Harga Saham Syariah Internasional terhadap Indeks Harga Saham Syariah Indonesia

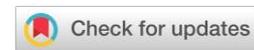
Yudhisitira Ardana^{1*}, Siska Maya²

¹ STMIK Pringsewu

² Universitas Indraprasta PGRI

*email: ardanayudhistira@gmail.com

DOI: <https://doi.org/10.31603/cakrawala.v14i1.2622>



ABSTRACT

Kata Kunci:
Macroeconomics,
Indonesia Sharia
Stock Index,
International
Sharia Stock
Index

The capital market is a source of fresh funds in the long and short-term. The existing of the institution is not only a source of funding but also as an investment facility. This study aims to measure the impact of macroeconomic conditions (BI Rate, Exchange Rate and World Oil Prices) and the international Sharia stock index (Dow Jones Islamic Market Index Japan and Dow Jones Islamic Market Index US) on the Indonesian Sharia Stock Index with using the error correction model (ECM). The results showed that BI rate and DJIM US have the significant effect (5%) on Indonesian Sharia Stock Index in the short, while the exchange rate and DJIM Japan are significant at the 10%, and the world oil price is not significant. In the long-term, BI Rate, exchange rate, DJIM US and DJIM Japan have a significant effect, while the world oil price has not a significant effect.

ABSTRAK

Article Info:
Submitted:
09/03/2019
Revised:
03/06/2019
Published:
03/07/2019

Pasar modal merupakan sumber dana segar dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Keberadaan institusi ini tidak hanya sebagai sumber pembiayaan, namun juga sebagai sarana investasi. Penelitian ini bertujuan untuk mengukur seberapa besar dampak kondisi makroekonomi (tingkat suku bunga BI, kurs, dan harga minyak dunia) dan indeks harga saham syariah internasional (Dow Jones Islamic Market Index Japan dan Dow Jones Islamic Market Index US) terhadap Indeks Harga Saham Syariah Indonesia dengan menggunakan model koreksi kesalahan (ECM). Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam jangka pendek variabel yang berpengaruh signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia yaitu variabel tingkat suku bunga dan DJIM US pada taraf signifikansi 5%, sementara variabel kurs dan DJIM Jepang signifikan pada taraf signifikansi 10%, sedangkan harga minyak dunia tidak berpengaruh signifikan. Pada jangka panjang variabel yang berpengaruh yaitu tingkat suku bunga, kurs, DJIM US dan DJIM Jepang, sedangkan harga minyak dunia tidak berpengaruh signifikan.

PENDAHULUAN

Globalisasi perekonomian di suatu negara tidak lagi hanya ditentukan oleh negara itu sendiri. Melainkan kondisi perekonomian di negara lain juga menjadi sangat berpengaruh terhadap perekonomian negara lainnya. Indonesia merupakan negara dengan tingkat potensi ekonomi yang tinggi, hal tersebut dapat dilihat dari adanya karakteristik yang menempatkan negara pada posisi yang baik untuk meningkatkan perkembangan ekonomi yang pesat. Salah satu cara untuk meningkatkan kondisi ekonomi negara ialah dengan melakukan investasi di pasar modal. 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 makroekonomi (Beik & Fatmawati, 2014).

Menurut Rachmawati & Laila (2012) kehadiran pasar modal di suatu negara dianggap sangat penting terkait perannya sebagai penggerak perekonomian nasional yang berfungsi menyediakan fasilitas untuk mempermudah perusahaan dan emiten mendapatkan dana serta bagi investor untuk menyalurkan dananya dengan harapan mendapat bagi hasil atas dana yang disalurkan. Pasar modal merupakan sumber dana segar dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Keberadaan institusi ini tidak hanya sebagai sumber pembiayaan, namun juga sebagai sarana investasi yang melibatkan seluruh potensi dana masyarakat. Pada saat ini instrumen keuangan berbasis syariah telah berkembang di Indonesia contohnya seperti Bank Syariah, Pasar Modal Syariah, dan Pasar Komoditi Syariah. Indonesia satu dari negara muslim terbesar di dunia merupakan pasar yang besar untuk mengembangkan industri keuangan syariah. Investasi syariah di pasar modal memiliki peranan untuk mengembangkan pangsa pasar industri keuangan syariah di Indonesia (Suciningtias & Khoiroh, 2015).

Peran pasar modal syariah dalam menunjang perekonomian negara sangat penting yaitu dapat memberikan dampak bagi pertumbuhan pasar riil melalui investasi berbasis syariah yaitu investasi tersebut mengintegrasikan nilai-nilai agama yang dianut dalam melakukan investasi dengan cara melakukan seleksi (*screening*) dalam memilih instrumen investasinya (Oktaviani, 2017). Saat ini masyarakat Indonesia mulai tertarik pada produk keuangan yang berlandaskan syariah. Keuangan syariah mulai menjadi alternatif yang dinilai lebih aman dan tidak terlalu dipengaruhi dengan adanya suku bunga yang fluktuatif dan cenderung berdampak negatif. Produk keuangan derivatif seperti saham memang dikenal cukup menjanjikan tetapi memiliki kekhawatiran terhadap resiko yang dihadapi. Saham syariah menjadi solusi bagi para investor saham yang sebelumnya hanya mengenal saham konvensional yang mana dipenuhi oleh tindakan spekulasi, riba maupun kecurangan seperti penggorengan saham. Saham

syariah terus mengalami pertumbuhan dari tahun ke tahun. Hal tersebut dapat dilihat dari tabel 1 di bawah ini.

Tabel 1. Pertumbuhan Saham Syariah

Tahun	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Jumlah	321	336	334	331	345	382	394

Sumber: [Data diolah dari laporan tahunan OJK](#)

Tabel 1 menjelaskan bahwa mulai dari tahun 2012 hingga 2018 jumlah saham syariah yang beredar di Bursa Efek Indonesia mengalami perkembangan yang cukup positif. Adanya naik turun jumlah saham syariah dikarenakan setiap saham syariah yang akan tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) harus melalui tahap *screening* dan apabila terdapat saham yang belum memenuhi ketentuan syariah, maka tidak akan tercatat sehingga tidak menjamin bahwa jika suatu saham syariah pada tahun ini tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) maka tahun depan akan tetap bertahan di Bursa Efek Indonesia (BEI). Dengan demikian, jumlah saham syariah di Indonesia tidak stagnan dan mengalami fluktuasi. Pada tabel 1 dapat dilihat bahwa pada tahun 2013 mengalami peningkatan jumlah saham syariah sebanyak 5 saham. Sedangkan pada tahun setelahnya justru menurun sejumlah 2 saham syariah dan ditahun selanjutnya yaitu pada tahun 2015 kembali berkurang 3 saham syariah. *Screening* diperlukan untuk menjaga agar produk saham tersebut tetap terjaga dan sesuai dalam terminologi syariah sehingga terhindar dari riba, gharar maupun spekulasi. Selain itu, dengan melalui *screening* terlebih dahulu saham syariah akan semakin mendapat kepercayaan dari masyarakat khususnya pihak investor muslim. Sampai tahun 2018, jumlah saham syariah mengalami kenaikan yang lumayan baik dimana pada posisi terakhir bulan Desember 2018 jumlah saham syariah sebanyak 394 perusahaan dan ditetapkan melalui Surat Keputusan Dewan Komisiner OJK Nomor KEP59/D.04/2017 tentang Daftar Efek Syariah, yang berlaku 1 Desember 2017 sampai dengan 31 Mei 2018.

Menurut [Rachmawati & Laila \(2012\)](#) perkembangan saham syariah di pasar modal Indonesia diawali dengan diterbitkannya *Jakarta Islamic Index (JII)* pada Juli tahun 2000. *Jakarta Islamic Index (JII)* merupakan kelompok saham perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang memenuhi kriteria syariah. Pada tanggal 12 Mei 2011, BEI menerbitkan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Berbeda dengan JII yang anggotanya hanya 30 saham syariah terlikuid, ISSI merupakan indeks saham syariah yang beranggotakan seluruh saham syariah yang dahulunya terdaftar di IHSG bergabung dengan saham non-syariah lainnya dan tergabung pada Daftar Efek Syariah ([Ardana, 2016](#)). Pendirian ISSI didukung dengan adanya Fatwa DSN-MUI yang berkaitan dengan industri Pasar Modal Syariah yaitu Fatwa No.05 tahun 2000 tentang Jual Beli Saham serta diperkuat lagi pada tahun 2003 dengan

dikeluarkannya Fatwa No. 40 tahun 2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal. Berikut disajikan data perkembangan kapitalisasi pasar Indeks Saham Syariah Indonesia.

Tabel 2. Kapitalisasi Pasar ISSI (Rp Milyar)

Tahun	ISSI
2011	Rp 1.968.091,37
2012	Rp 2.451.334,37
2013	Rp 2.557.846,77
2014	Rp 2.946.892,79
2015	Rp 2.600.850,72
2016	Rp 3.170.056,08
2017	Rp 3.704.543,09
2018	Rp 3.666.688,31

Sumber: Data diolah dari laporan tahunan OJK

Tabel 2 menjelaskan bahwa sejak awal diterbitkannya Indeks Saham Syariah Indonesia pada tahun 2011, selama empat tahun berturut-turut hingga tahun 2014 selalu mengalami kenaikan. Pada tahun 2015 kapitalisasi pasar ISSI cenderung turun, pada tahun 2014 kapitalisasi pasar ISSI sebesar Rp 2.946.892,79 turun menjadi Rp 2.600.850,75 di tahun 2015. Selanjutnya mengalami kenaikan hingga tahun 2017 dan kembali mengalami penurunan di tahun 2018. Pada tahun 2017 kapitalisasi pasar ISSI sebesar Rp 3.704.543,09 dan turun menjadi Rp 3.666.688,31 di tahun 2018. Hal tersebut mengindikasikan bahwa pergerakan kapitalisasi pasar ISSI terlihat fluktuatif dan mengalami *trend* yang cenderung naik. Hal yang menandai berfluktuatifnya pergerakan ISSI tentu dipengaruhi oleh beberapa faktor, bisa dari faktor ekonomi makro atau ekonomi secara global. Berfluktuasinya pergerakan indeks dalam industri pasar modal memang sudah seharusnya ditanggapi dengan serius oleh para investor. Dalam prakteknya di lapangan, sudah menjadi kewajiban bagi para investor untuk memperhatikan segala situasi yang akan terjadi, baik itu situasi yang pasti maupun situasi tidak pasti (Ardana, 2016).

Beberapa faktor penting yang mampu mempengaruhi perkembangan indeks syariah yaitu oleh beberapa variabel makroekonomi dan moneter seperti Sertifikat Bank Indonesia Syariah, inflasi, jumlah uang beredar (JUB), nilai tukar dan lain-lain (Suciningtias & Khoiroh, 2015). Sedangkan faktor internal yang mampu mempengaruhi adalah seperti kondisi ekonomi nasional, keamanan, kondisi politik, kebijakan pemerintah dan lain-lain. Dalam penelitian ini variabel makroekonomi yang akan digunakan adalah tingkat Suku Bunga BI (*BI-Rate*), nilai tukar rupiah, dan harga minyak dunia. Dari faktor global ada beberapa yang bisa mempengaruhi pergerakan harga ISSI dan indeks pasar global seperti indeks *Dow Jones Islamic Market* berbagai

negara, seperti *Dow Jones Islamic Market Japan* (DJJJP) dan *Dow Jones Islamic Market US* (DJIMUS).

Penelitian [Kuwomu & Victor \(2011\)](#), [Hussin, et al \(2012\)](#), [Damayanti \(2014\)](#), [Beik & Fatmawati \(2014\)](#), [Nasir, et al \(2016\)](#), [Ardana \(2016\)](#) dan [Sudarsono \(2018\)](#) menemukan bahwa suku bunga berpengaruh negatif terhadap harga saham. Meningkatnya suku bunga akan membuat masyarakat cenderung menyimpan dana dalam bentuk deposito. Bila deposito mampu memberikan keuntungan yang diharapkan maka masyarakat kurang tertarik untuk menyimpan dalam bentuk investasi di pasar modal. Keadaan ini yang menjadikan permintaan investasi di pasar modal cenderung turun sehingga menyebabkan harga saham menurun. Namun [Pasaribu & Firdaus \(2013\)](#) dan [Rachmawati & Laila \(2012\)](#) menemukan adanya hubungan positif antara suku bunga dengan indeks harga saham.

Penelitian [Kuwomu & Victor \(2011\)](#), [Hussin, et al \(2012\)](#), [Bekhet & Mugableh \(2012\)](#), [Pasaribu & Firdaus \(2013\)](#), [Beik & Fatmawati \(2014\)](#), [Suciningtias & Khoiroh \(2015\)](#), [Rachmawati & Laila \(2012\)](#), [Ardana \(2016\)](#) dan [Sudarsono \(2018\)](#) menemukan hubungan negatif antara nilai tukar dengan indeks harga saham. Keadaan ini menunjukkan bahwa apabila nilai rupiah terhadap dolar menurun maka investor akan cenderung mengalihkan investasinya dalam bentuk dolar daripada dalam bentuk rupiah. Dalam penelitian lain, [Asmy et al \(2010\)](#) menunjukkan fakta sebaliknya, dimana hubungan kedua variabel tersebut ternyata bersifat positif.

Penelitian [Suwand \(2014\)](#), [Syarif & Asandimitra \(2015\)](#), [Suciningtias & Khoiroh \(2015\)](#), dan [Ardana \(2016\)](#) mendapatkan hasil penelitian yaitu antara variabel harga minyak dunia dan indeks harga saham memiliki hubungan yang positif. Meningkatnya harga minyak dunia akan memicu dampak pada meningkatnya harga komoditi minyak dan pertambangan lainnya seperti batubara, minyak sawit, tembaga, nikel dll. Ketertarikan tersebut yang mampu menaikkan harga saham perusahaan sehingga secara otomatis akan berpengaruh pada pergerakan indeks harga saham. Hasil penelitian [Mawarni & Widiasmara \(2018\)](#) dan [Purnamasari & Sukmana \(2017\)](#) mendapatkan hasil yang berlawanan yaitu antara variabel harga minyak dunia dan indeks harga saham memiliki hubungan yang negatif.

Indeks Islam memiliki tingkat efisiensi yang sama sama dengan yang konvensional, indeks keluarga MSCI dan FTSE kurang efisien. Dalam hal analisis kointegrasi, indeks Islam Dow Jones dan S&P tidak memiliki hubungan kointegrasi ([Khamlichi et al, 2014](#)). Sedangkan penelitian [Miniaoui et al \(2015\)](#) menunjukkan krisis keuangan berdampak pada tingkat pengembalian rata-rata Bahrain, indeks lainnya tetap tidak terpengaruh. Namun, krisis keuangan berdampak pada volatilitas di tiga pasar GCC (Kuwait, Bahrain, dan UEA), sementara dampaknya terhadap pasar yang tersisa (Arab Saudi, Oman, Qatar) indeks Islam tidak signifikan. Penelitian [Oktaviani \(2017\)](#) mendapatkan hasil bahwa variabel *Dow Jones Islamic USA* dan *Dow Jones Islamic*

Malaysia memberikan pengaruh signifikan terhadap *Jakarta Islamic Index*. Hasil penelitian serupa juga dihasilkan oleh [Beik & Fatmawati \(2014\)](#) dimana variabel *Dow Jones Islamic Europe* dan *Dow Jones Islamic Malaysia* memiliki hubungan positif signifikan terhadap *Jakarta Islamic Index*. [Firdausi et al \(2016\)](#) mendapatkan hasil bahwa variabel yang mempengaruhi Indeks Saham Syariah Indonesia secara negatif dan signifikan adalah IHSG dan *Kuala Lumpur Stock Exchange (KLSE)*.

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 terintegrasinya 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 makroekonomi. Untuk itu, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh indeks harga saham syariah di beberapa negara dan variabel makroekonomi terhadap kinerja Indeks Saham Syariah Indonesia. Adapun pasar saham syariah negara lain yang diteliti pengaruhnya dalam studi ini adalah indeks saham syariah di Amerika Serikat dan Jepang.

METODE

Penelitian ini menggunakan data *time series*. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder bulanan yang diperoleh dari bulan Juli 2011 sampai Mei 2018. Adapun variabel makroekonomi yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah tingkat Suku Bunga BI (*BI-Rate*), nilai tukar rupiah, dan harga minyak dunia. Dari faktor global, variabel yang digunakan yaitu *Dow Jones Islamic Market* berbagai negara, seperti *Dow Jones Islamic Market Japan (DJIJP)* dan *Dow Jones Islamic Market US (DJIMUS)*. Seluruh variabel dalam penelitian ini, baik makroekonomi dan indeks saham syariah internasional digunakan sebagai alat untuk mengukur seberapa besar tingkat determinasinya terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia.

Apabila data *time series* tidak stasioner maka model yang tepat digunakan adalah model koreksi kesalahan (*Error Correction Model*) atau jika ingin lebih spesifik lagi dapat menggunakan metode paling baru yang dikembangkan oleh Granger yaitu *Two Step Engle Granger*. Pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan *software Microsoft Excel 2013* dan *Eviews 10*. Model ini digunakan untuk melihat apakah model terdapat hubungan jangka panjang dan jangka pendek, sehingga diperlukannya uji kointegrasi untuk melihat hubungan tersebut. Serta uji akar unit root untuk melihat apakah ada stasioneritas atau tidak ([Widarjono, 2013](#)).

Data *time series* yang tidak stasioner merupakan salah satu penyebab hasil pendugaan pada model regresi meragukan atau disebut dengan regresi lancung. Data yang tidak stasioner seringkali menunjukkan hubungan ketidakseimbangan dalam jangka pendek, tetapi ada kecenderungan terjadinya hubungan keseimbangan dalam jangka panjang ([Widarjono, 2013](#)). Dalam ekonometrika terdapat metode untuk

mengatasi masalah tersebut yaitu dengan menggunakan *Error Correction Model* (ECM). Model ECM memiliki ciri khas dengan masuknya unsur *Error Corection Term* (ECT) dalam model. *Error Corection Term* (ECT) digunakan sebagai ukuran jangka pendek untuk keseimbangan jangka panjang dan apabila koefisien ECT signifikan secara statistik, maka model yang digunakan dalam penelitian adalah valid. Berikut ini model estimasi jangka panjang yang penulis gunakan:

$$\text{Ln_ISSI} = \beta_0 + \beta_1\text{BI_Rate} + \beta_2\text{Ln_Kurs} + \beta_3\text{Ln_CPO} + \beta_4\text{Ln_DJIMUS} + \beta_5\text{Ln_DJIMJP} + e_t$$

Sedangkan model estimasi jangka pendek yang penulis gunakan adalah:

$$\Delta\text{Ln_ISSI} = \beta_0 + \beta_1\Delta\text{BI_Rate}_{t-1} + \beta_2\Delta\text{Ln_Kurs}_{t-1} + \beta_3\Delta\text{Ln_CPO}_{t-1} + \beta_4\Delta\text{Ln_DJIMUS}_{t-1} + \beta_5\Delta\text{Ln_DJIMJP}_{t-1} + \text{ECT}$$

Error Correction Term (ECT) merupakan bagian pengujian analisa dinamis dari ECM. Nilai ECT dapat diperoleh dari hasil penjumlahan antara variabel independen tahun sebelumnya dikurangi dengan variabel dependen tahun sebelumnya. Ini dilakukan untuk melihat pengaruh dari model tersebut baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Hasil dari probabilitas ECT akan menentukan apakah model dapat dianalisis dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Apabila nilai t-statistik ECT atau Resid-1 lebih besar dari 2 maka model ECM tepat digunakan dalam estimasi model regresi, sebaliknya apabila tidak melebihi 2 maka model ECM tidak tepat digunakan dalam estimasi model regresi (Widarjono, 2013).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pada tahap pertama yang harus dilakukan adalah menguji akar-akar unit yang bertujuan untuk mengetahui derajat integrasi data yang digunakan tersebut. Pada penelitian ini, uji akar unit yang digunakan adalah uji akar unit yang telah dikembangkan oleh *Dickey-Fuller*. Untuk uji akar unit dan derajat integrasi, jika nilai t-statistik lebih besar dari pada nilai yang tertera pada *critical value* maka kita menolak hipotesis nol adanya akar unit sehingga data yang diamati dianggap stationer. Apabila nilai t-statistik lebih kecil dari nilai yang tertera pada *critical value* maka data yang diamati masih belum stationer sehingga perlu diuji akar unit ketika data tersebut didiferensikan.

Tabel 3. Hasil Uji Akar Unit

Variabel	Nilai ADF		Nilai Kritis MacKinnon 5%	
	Level	1 st Difference	Level	1 st Difference
ISSI	-1.739063	-8.248403	-3.512290	-3.513344
BI_Rate	-0.912688	-6.167759	-3.514426	-3.513344
Kurs	-2.608186	-14.61852	-3.512290	-3.513344
CPO	-1.692031	-6.677733	-3.513344	-3.513344
DJIMJP	0.334474	-9.252452	-3.512290	-3.513344
DJIMUS	-0.579125	-10.14250	-3.512290	-3.513344

Sumber: Data Sekunder diolah menggunakan Eviews 10

Berdasarkan dari hasil pengujian akar unit yang dikembangkan oleh *Dickey-Fuller* pada tabel 3 di atas, diketahui bahwa semua variabel tidak stasioner pada tingkat level. Untuk itu uji *unit root* dilanjutkan pada level *first difference*. Hasil pengujian *unit root* pada level *first difference* menunjukkan bahwa semua variabel signifikan pada 5%. Selanjutnya data tersebut dapat dilakukan uji kointegrasi.

Uji kointegrasi merupakan salah satu uji yang dilakukan untuk mengetahui hubungan jangka panjang yang terjadi antar variabel. Apabila variabel menunjukkan adanya kointegrasi maka terjadi hubungan dalam jangka waktu yang panjang. Sebaliknya jika pada variabel tidak menunjukkan adanya kointegrasi maka tidak terjadinya hubungan dalam jangka panjang. Kointegrasi antar variabel dapat dilihat dengan membandingkan antara nilai *trace statistic* dengan nilai kritisnya. Apabila nilai *trace statistic* > nilai kritisnya (pada $\alpha = 1\%$, 5% , 10%) maka terdapat kointegrasi antar variabel. Sebaliknya apabila *trace statistic* < nilai kritisnya (pada $\alpha = 1\%$, 5% , 10%) maka tidak terdapat kointegrasi antar variabel. Hasil uji kointegrasi pada penelitian ini disajikan pada tabel 4.

Tabel 4. Uji Kointegrasi

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.354403	102.9491	95.75366	0.0146
At most 1	0.284358	67.94275	69.81889	0.0699
At most 2	0.235953	41.17668	47.85613	0.1831
At most 3	0.162451	19.64658	29.79707	0.4471
At most 4	0.061712	5.464533	15.49471	0.7577
At most 5	0.004597	0.368639	3.841466	0.5437

Sumber: Data Sekunder diolah menggunakan Eviews 10

Berdasarkan tabel 4 maka olah data yang telah dilakukan menunjukkan terjadinya kointegrasi, hal ini dapat dilihat dari nilai yang tertera pada *trace statistic* dan

critical value dan hal ini menunjukkan bahwa data tersebut mempunyai hubungan jangka panjang. Model selanjutnya adalah pengujian regresi jangka panjang dan regresi jangka pendek.

Tabel 5. Hasil Estimasi ECM Jangka Panjang

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.920863	0.684991	2.804216	0.0064
BI_RATE	-0.033797	0.006736	-5.017142	0.0000
KURS	-0.166697	0.073218	-2.276705	0.0256
CPO	0.022801	0.026354	0.865193	0.3896
DJIMJP	-0.427361	0.109986	-3.885611	0.0002
DJIMUS	0.943258	0.105279	8.959594	0.0000
R-squared	0.850782	F-statistic		87.80440
Adjusted R-squared	0.841092	Prob(F-statistic)		0.000000

Sumber: Data Sekunder diolah menggunakan Eviews 10

Berdasarkan tabel 5 diketahui bahwa nilai probabilitas (F-statistik) sebesar 0.000000. Artinya nilai probabilitasnya berada di bawah $\alpha = 5\%$ dan signifikan secara statistik. Hal ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel BI_Rate, Kurs, CPO, *Dow Jones Islamic Market Index US* (DJIMUS), dan *Dow Jones Islamic Market Index Japan* (DJIMJP) berpengaruh terhadap ISSI dalam jangka panjang.

Berdasarkan dari hasil Estimasi Persamaan Jangka Panjang pada Tabel 5 juga dapat diketahui bahwa nilai koefisien determinasi yang disesuaikan (*Adjusted R Square*) sebesar 0.841092, artinya bahwa kemampuan variabel independen dalam menjelaskan perubahan nilai variabel dependen adalah sebesar 84,10% dan sisanya sebesar 15,90% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain di luar model. Untuk uji signifikansi parameter secara keseluruhan diketahui bahwa *F-statistic* sebesar 87.80440 dengan probabilitas *F Statistic* sebesar $0,000000 < \alpha$ (*level of significance*) 1%. Hal ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama perubahan semua variabel independen dalam model mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap perubahan nilai variabel dependen.

Lebih lanjut, untuk menyatakan apakah model ECM yang digunakan sah atau tidak maka koefisien *Error Corection Term* (ECT) harus signifikan. Jika koefisien ini tidak signifikan maka model tersebut tidak cocok dan perlu dilakukan perubahan spesifikasi lebih lanjut. Nilai ECT digunakan untuk mencari perbedaan koefisien jangka pendek dan jangka panjang. Oleh karena itu nilai ini sering disebut *disequilibrium error*. Berikut disajikan tabel hasil perhitungan uji ECT.

Tabel 6. Hasil Uji ECT

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.866813	0.0035
Test critical values: 1% level	-3.512290	
5% level	-2.897223	
10% level	-2.585861	

Sumber: Data Sekunder diolah menggunakan Eviews 10

Tabel 6 memperlihatkan bahwa nilai *ECT*-nya stasioner pada level sehingga dapat dikatakan terjadi kointegrasi. Selanjutnya untuk melihat model jangka pendeknya dapat meregresikan semua variabel pada *difference* dengan data *error lag 1* (e_{t-1}). Pada tabel 5 dapat dilihat bahwa probabilitas *Error Correction Term* (ECT) sebesar 0.0035 yang berarti signifikan karena lebih kecil dari 5%. Artinya model *Error Correction Model* yang digunakan dalam penelitian ini tepat. Dapat disimpulkan juga bahwa keseluruhan variabel independen dalam penelitian ini mempengaruhi variabel dependen, selain itu memberikan efek jangka panjang dan jangka pendek terhadap variabel dependen.

Tabel 7. Hasil Estimasi ECM Jangka Pendek

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000808	0.003407	-0.237031	0.8133
D(BI_RATE)	-0.035078	0.016764	-2.092521	0.0398
D(KURS)	-0.060647	0.034206	-1.773006	0.0803
D(CPO)	-0.060363	0.043962	-1.373083	0.1738
D(DJIMJP)	0.228866	0.114921	1.991504	0.0501
D(DJIMUS)	0.407191	0.123966	3.284709	0.0016
ECT(-1)	-0.244018	0.067891	-3.594246	0.0006
R-squared	0.436345	F-statistic		9.676675
Adjusted R-squared	0.391252	Prob(F-statistic)		0.000000

Sumber: Data Sekunder diolah menggunakan Eviews 10

Koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengukur seberapa besar variasi variabel independen mampu menjelaskan variasi variabel dependennya. Apabila nilai R^2 semakin mendekati 1, maka semakin baik garis regresi mampu menjelaskan data aktualnya, semakin mendekati 0 maka semakin kurang baik. Pada tabel 7 di atas dapat dijelaskan bahwa nilai koefisien determinasi hasil regresi jangka pendek adalah sebesar 0.391252 atau 39.12%. Artinya dalam jangka pendek indeks harga saham

syariah dapat dijelaskan oleh variasi variabel independen yaitu BI_Rate, Kurs, CPO, *Dow Jones Islamic Market Index US* (DJIMUS), dan *Dow Jones Islamic Market Index Japan* (DJIMJP) sebesar 39.12%, sedangkan sisanya 60.88% dijelaskan oleh faktor atau variabel lain di luar model.

Berdasarkan analisis data yang telah dilakukan dapat diketahui bahwa variabel Suku Bunga Bank Indonesia (BI Rate) pada jangka pendek dan jangka panjang berpengaruh negatif signifikan terhadap variabel ISSI. Hal ini diperoleh dari nilai probabilitas jangka pendek sebesar 0.0398 dan nilai koefisien sebesar -0.035078 yang artinya jika terjadi kenaikan BI Rate sebesar 1% maka akan menurunkan ISSI sebesar 0.035078 pada periode jangka pendek, begitu juga sebaliknya. Sedangkan dalam jangka panjang variabel BI Rate nilai probabilitasnya sebesar 0.0000 dan nilai koefisien sebesar -0.033797 yang artinya jika terjadi kenaikan Suku Bunga Bank Indonesia (BI Rate) sebesar 1%, maka akan menurunkan ISSI sebesar 0.033797 pada periode jangka panjang, begitu juga sebaliknya. Hal ini dapat dipahami bahwa investor cenderung lebih memilih instrument investasi dengan *return* yang tetap dan beresiko rendah seperti deposito dibandingkan pada pasar saham. Hal ini juga mengindikasikan investor pada saham syariah di dominasi oleh investor yang rasional. Di lain pihak, kenaikan tingkat suku bunga mengurangi harapan investor untuk memperoleh pendapatan di pasar modal sehingga mengurangi mobilitas dana di pasar modal. Hasil penelitian ini didukung oleh [Kuwomu & Victor \(2011\)](#), [Hussin et al \(2012\)](#), [Damayanti \(2014\)](#), [Beik & Fatmawati \(2014\)](#), [Nasir et al \(2016\)](#), [Ardana \(2016\)](#) dan [Sudarsono \(2018\)](#) menemukan bahwa suku bunga berpengaruh negatif terhadap harga saham.

Nilai tukar (Kurs) pada periode jangka pendek memiliki pengaruh negatif dan signifikan pada taraf signifikansi sebesar 10% dan jangka panjang juga mendapatkan hasil yang negatif dan signifikan pada taraf signifikansi sebesar 5%. Dalam hal ini dapat dibuktikan dengan nilai probabilitas jangka pendek sebesar 0.0803 dan nilai koefisien sebesar -0.060647. Hal tersebut dapat direpresentasikan bahwa setiap kenaikan Kurs sebesar 1% maka akan berdampak pada penurunan ISSI sebesar 0.060647 pada periode jangka pendek, begitu juga sebaliknya. Sedangkan dalam jangka panjang variabel Kurs nilai probabilitasnya sebesar 0.0256 dan nilai koefisien sebesar -0.166697. Hal tersebut dapat direpresentasikan bahwa setiap kenaikan Kurs sebesar 1% maka akan berdampak pada penurunan ISSI sebesar 0.166697 pada periode jangka panjang, begitu juga sebaliknya. Hal ini dapat dijelaskan bahwa depresiasi mata uang merupakan ancaman besar bagi negara yang didominasi oleh impor sebab harga produk yang diimpor akan naik sehingga akan menurunkan *cash flow*, *profit*, dan harga saham perusahaan. Keadaan ini tentu tidak menguntungkan bagi para investor. Investor akan mengubah investasinya pada instrumen-instrumen yang akan mendatangkan return, seperti deposito. Ketika profitabilitas perusahaan turun, banyak investor yang memilih untuk menjual sahamnya dan memilih beralih pada investasi lainnya seperti pada pasar

valuta asing. Sikap para investor tersebut yang mampu menurunkan harga saham perusahaan serta berpengaruh pada permintaan saham – saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) termasuk saham syariah pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sehingga berakibat pada pergerakan indeks saham yang menurun. Hasil penelitian ini didukung oleh Kuwomu & Victor (2011), Hussin *et al* (2012), Bekhet & Mugableh (2012), Pasaribu & Firdaus (2013) Beik & Fatmawati (2014), Suciningtias & Khoiroh (2015), Rachmawati & Laila (2012), Ardana (2016) dan Sudarsono (2018) menemukan hubungan negatif antara nilai tukar dengan indeks harga saham.

Berdasarkan analisis data yang telah dilakukan dapat diketahui bahwa variabel Harga Minyak Dunia (CPO) pada jangka pendek berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap variabel ISSI. Hal ini diperoleh dari nilai probabilitas 0.1738 dan nilai koefisien sebesar -0.060363 yang artinya jika terjadi kenaikan CPO sebesar 1% maka akan menurunkan ISSI sebesar 0.060363 pada periode jangka pendek, begitu juga sebaliknya. Sedangkan dalam jangka panjang variabel Harga Minyak Dunia (CPO) berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap variabel ISSI. Hal ini diperoleh dari nilai probabilitas sebesar 0.3896 dan nilai koefisien sebesar 0.022801 yang artinya jika terjadi kenaikan CPO sebesar 1%, maka akan menaikkan ISSI sebesar 0.022801 pada periode jangka panjang, begitu juga sebaliknya. Hasil tersebut menunjukkan bahwa dalam jangka panjang harga minyak dunia tidak dapat mempengaruhi secara kuat perubahan dari pergerakan ISSI. Meningkatnya harga minyak dunia akan memicu dampak pada meningkatnya harga komoditi minyak dan pertambangan lainnya seperti batubara, minyak sawit, tembaga, nikel dll. Keuntungan tersendiri dirasakan bagi perusahaan-perusahaan Indonesia yang bergerak disektor komoditi minyak dan pertambangan sebab hal ini yang menarik bagi investor untuk menanamkan dana investasinya diberbagai sektor komoditi minyak atau pertambangan pada pasar modal Indonesia. Ketertarikan tersebut yang mampu menaikkan harga saham perusahaan sehingga secara otomatis akan berpengaruh pada pergerakan indeks saham. Itu berarti harga minyak dunia akan memberikan dampak pada peningkatan pergerakan ISSI. Perubahan naik turunnya harga minyak dunia dalam kenyataan tidak mampu mempengaruhi sikap investor untuk tetap melakukan aksi investasi atau membeli saham pada pasar modal syariah di Indonesia. hasil penelitian ini didukung oleh Suwandy (2014), Syarif & Asandimitra (2015), Suciningtias & Khoiroh (2015), dan Ardana (2016) mendapatkan hasil penelitian yaitu antara variabel harga minyak dunia dan indeks harga saham memiliki hubungan yang positif.

Dow Jones Islamic Market Index Japan (DJIMJP) dalam periode jangka pendek memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan pada taraf signifikansi 5%, tetapi signifikan pada taraf signifikansi 10%. Hal ini dapat dibuktikan dengan nilai probabilitasnya sebesar 0.0501 dan nilai koefisien sebesar 0.228866. Hal tersebut dapat direpresentasikan bahwa setiap *DJIMJP* mengalami kenaikan sebesar 1% maka akan

berdampak pada kenaikan ISSI sebesar 0.228866 pada periode jangka pendek, begitu juga sebaliknya. Sedangkan dalam jangka panjang *DJIMJP* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ISSI, hal ini dapat dibuktikan dengan nilai probabilitasnya sebesar 0.0002 dan nilai koefisien sebesar -0.427361. Hal tersebut dapat direpresentasikan bahwa setiap *DJIMJP* mengalami kenaikan sebesar 1% maka akan berdampak pada penurunan ISSI sebesar 0.427361 pada periode jangka panjang, begitu juga sebaliknya. Hal ini dapat dijelaskan bahwa sebagian besar investor di Bursa Efek Indonesia (BEI) adalah investor asing, yang mudah mengalihkan investasinya akibat semakin terintegrasinya pasar modal dunia. Kenaikan indeks *DJIMJP* dalam jangka panjang, bisa dengan mudah direspon investor dengan mengalihkan investasinya di ISSI ke negara lain, misalnya Malaysia yang indeks saham syariahnya lebih besar dari Jepang.

Dow Jones Islamic Market Index US (DJIMUS) pada jangka pendek dan jangka panjang berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel ISSI. Hal ini diperoleh dari nilai probabilitas jangka pendek sebesar 0.0006 dan nilai koefisien sebesar 0.407191 yang artinya jika terjadi kenaikan *DJIMUS* sebesar 1% maka akan menaikkan ISSI sebesar 0.407191 pada periode jangka pendek, begitu juga sebaliknya. Sedangkan dalam jangka panjang variabel *DJIMUS* nilai probabilitasnya sebesar 0.0000 dan nilai koefisien sebesar 0.943258 yang artinya jika terjadi kenaikan *DJIMUS* sebesar 1%, maka akan menaikkan ISSI sebesar 0.943258 pada periode jangka panjang, begitu juga sebaliknya. Hal ini dapat dijelaskan apabila terjadi *bad news* pada perekonomian AS, maka investor akan mengalihkan dananya ke kawasan lain di pasar modal Eropa dan Asia. Hal itu juga menjadi alasan bahwa antara *DJIMUS* dan ISSI memiliki korelasi positif. Adanya efek penularan (*Contagion Effect*) pergerakan *DJIMI* terutama *DJIMUS* yang merupakan salah satu saham terbesar akan mempengaruhi hampir seluruh indeks saham di dunia, karena Amerika mempunyai produk nasional bruto terbesar di dunia yang ditopang oleh perusahaan besar. Penelitian ini didukung oleh [Beik & Fatmawati \(2014\)](#) dan [Oktaviani \(2017\)](#) dimana variabel *Dow Jones Islamic Market Index US* memiliki hubungan positif signifikan terhadap *Jakarta Islamic Index*.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh jangka pendek dan jangka panjang kondisi makroekonomi dan determinasi indeks harga saham syariah internasional terhadap Indeks Harga Saham Syariah Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam jangka pendek variabel yang berpengaruh signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia yaitu variabel suku bunga Bank Indonesia (BI Rate), *Dow Jones Islamic Market Index US* pada taraf signifikansi 5%, sedangkan variabel nilai tukar (kurs) dan *Dow Jones Islamic Market Index Japan* signifikan pada taraf signifikansi 10%, sedangkan variabel harga minyak dunia (CPO) tidak

berpengaruh signifikan. Pada jangka panjang variabel yang berpengaruh yaitu suku bunga Bank Indonesia (BI Rate), nilai tukar (kurs), *Dow Jones Islamic Market Index US (DJIMUS)* dan *Dow Jones Islamic Market Index Japan (DJIMJP)* sedangkan harga minyak dunia (CPO) tidak berpengaruh signifikan.

Penelitian ini memberikan rekomendasi bahwa penting bagi para pelaku pasar atau investor untuk mempertimbangkan informasi-informasi mengenai saham seperti mengenai resiko sistemik eksternal yang dapat dilihat dari kondisi makroekonomi seperti Suku Bunga, Nilai Tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika Serikat, Harga Minyak Mentah, dan lain-lain dan juga kondisi global, seperti kondisi indeks saham syariah dunia. Hal ini dilakukan agar keputusan untuk menanamkan modal di pasar saham syariah (ISSI) menjadi keputusan yang tepat.

DAFTAR PUSTAKA

- Ardana, Y. (2016). Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Indeks Saham Syariah Di Indonesia: Model ECM. *Jurnal Esensi : Jurnal Bisnis Dan Manajemen*, 6(1), 17–28.
- Asmy, M., Rohilina, W., Hassama, A., & Fouad, M. (2010). Effects of Macroeconomic Variables on Stock Prices in Malaysia: An Approach of Error Correction Model. In *MPRA Paper* (No. 20970).
- Beik, I. S. & Fatmawati, S. W. (2014). Pengaruh Indeks Harga Saham Syariah Internasional Dan Variabel Makro Ekonomi Terhadap Jakarta Islamic Index. *Jurnal Al-Iqtishad*, 6(2), 155–178.
- Bekhet, H. A. & Mugableh, M. I. (2012). Investigating Equilibrium Relationship between Macroeconomic Variables and Malaysian Stock Market Index through Bounds Tests Approach. *International Journal of Economics and Finance*, 4(10), 69–81.
- Damayanti, S. M. (2014). Analisis Pengaruh Variabel-variabel Makroekonomi terhadap Tingkat Pengembalian di Pasar Modal. *Binus Business Review*, 5(1), 267–277.
- Firdausi, A. N., Fahmi, I. & Saptono, I. T. (2016). Pengaruh Indeks Harga Saham Regional ASEAN dan Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Harga Saham Syariah Indonesia (ISSI). *Jurnal Al-Muzara'ah.*, 4(2), 76–96.
- Hussin, M. Y. M., Muhammad, F., Abu, M. F. & Awang, S. A. (2012). Macroeconomic Variable and Malaysian Islamic Stock Market: A time Series Analysis. *Journal of Business Studies Quarterly*, 3(4), 1–13.
- Khamlichi, A., Arouri, M., & Teulon, F. (2014). Persistence Of Performance Using The Four-Factor Pricing Model: Evidence From Dow Jones Islamic Index. *The Journal of Applied Business Research*, 30(3), 917–928.
- Kuwomu, J. K. M & Victor, O. N. (2011). Macroeconomic Variables and Stock Market Returns: Full Information Maximum Likelihood Estimation. *Journal of Finance and Accounting*, 2(4), 49–63.
- Mawarni, C. P. & Widiasmara, A. (2018). Pengaruh FED Rate, Harga Minyak Dunia, BI Rate, Inflasi Dan Kurs Rupiah Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia

- (ISSI) Periode Tahun 2011-2017. *Jurnal Inventory*, 2(2), 281–297.
- Miniaoui, H., Syani, H., & Chaibi, A. (2015). The Impact Of Financial Crisis On Islamic And Conventional Indices Of The GCC Countries. *The Journal of Applied Business Research*, 31(2), 357–368.
- Nasir, M., Fakriah., & Ayuwandirah, A. (2016). Analisis Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia dengan Metode Pendekatan Vector Autoregression. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 15(1), 53–63.
- Oktaviani, R. F. 2017. (2017). Index Harga Saham Islamic Internasional terhadap Jakarta Islamic Index. *Jurnal Ekonomika Dan Manajemen*, 6(1), 1–15.
- Pasaribu, R. B. F & Firdaus, M. (2013). Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. *Jurnal Ekonomi & Bisnis*, 7(2), 117–128.
- Purnamasari, D. & Sukmana, R. (2017). Pengaruh Harga Emas Dunia, Harga Minyak Mentah Dunia Dan Indeks Produksi Industri Terhadap Indeks Saham Di Jakarta Islamic Index (JII) dalam Jangka Panjang Dan Jangka Pendek (Periode Januari 2005-Desember 2015). *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, 4(7), 515–530.
- Rachmawati, M. & Laila, N. (2012). Faktor Makroekonomi Yang Mempengaruhi Pergerakan Harga Saham Pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Di Bursa Efek Indonesia (BEI). *JSTT*, 2(11), 928–942.
- Suciningtias, S.A. & Khoiroh, R. (2015). Analisis Dampak Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). *Jurnal CBAM Unissula*, 2(1), 399–412.
- Sudarsono, H. (2018). Indikator Makroekonomi dan Pengaruhnya Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. *Jurnal Esensi : Jurnal Bisnis Dan Manajemen*, 8(2), 115–132.
- Suwandy, T. (2014). Analisis Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar, BI Rate, Harga Minyak Dunia, Harga Emas Dunia, Dan Indeks Straits Times Terhadap Return Indeks LQ 45 Pada Bursa Efek Indonesia Tahun 2003-2013. *Jurnal Bisnis Strategi*, 23(1), 43–58.
- Syarif, M. M. & Asandimitra, N. (2015). Pengaruh Indikator Makro Ekonomi Dan Faktor Global Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). *Jurnal Studi Manajemen*, 9(2), 142–156.
- Widarjono, A. (2013). *Ekonometrika Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.

