

PENGUJIAN VARIABEL MAKRO EKONOMI TERHADAP *JAKARTA ISLAMIC INDEX*

Farida Titik Kristanti

Nur Taufiqoh Lathifah

Telkom Business School -Telkom University (d/h Institut Manajemen Telkom)
Jl. Telekomunikasi No.1, Terusan Buah Batu, Bandung, 40257.

Abstract

Stock price behavior patterns determined the pattern of return received. Stock price was not only determined by company profits but also influenced by economic factors, political, and financial of state. The objective of this research was to examine the effect of macro economy variables, namely inflation, Interest rate, and foreign exchange to Jakarta Islamic Index in the long term and short term in 2008-2012 periods. This study used secondary data, while the methods of analysis used were the data stationary test (Augmented Dickey Fuller), co-integration test and error correction model. The results of this study indicated that all the variables had been stationary. Co-integration test showed that there was a long-term relationship among the variables. There was a long term relationship among inflation, interest rates and foreign exchange rates to the Jakarta Islamic Index for 2008-2009 periods, while the Error Correction Model test showed that there was a short-term relationship among inflation, interest rates and foreign exchange rates to the Jakarta Islamic Index for 2008-2009 periods.

Key words: *inflation, interest rates, foreign exchange rates, Jakarta Islamic Index*

Pasar modal syariah di Indonesia dimulai dengan diterbitkannya reksa dana syariah oleh PT. Dana-reksa *Investment Management* pada 3 Juli 1997. Selanjutnya, Bursa Efek Indonesia berkerjasama dengan PT Danareksa *Investment Management* meluncurkan *Jakarta Islamic Index* pada tanggal 3 Juli 2000 yang bertujuan untuk memandu investor yang ingin menginvestasikan dananya secara syariah. Adanya indeks tersebut membuat para pemodal memiliki pilihan atas saham-saham yang dapat di-

jadikan sarana untuk berinvestasi yang sesuai dengan prinsip syariah.

Saham syariah saat ini menunjukkan perkembangan yang cukup baik. Investor memiliki minat yang tinggi terhadap saham syariah. Jika dibanding Januari 2011, nilai kapitalisasi saham syariah di JII tercatat sebesar Rp1.016,72 triliun atau sekitar 33,74% dari nilai kapitalisasi saham di BEI mencapai Rp3.013,74 triliun. Pada akhir 2010, nilai kapitalisasi saham syariah tercatat sebesar Rp1.134,63

Korespondensi dengan Penulis:

Farida Titik Kristanti: Telp. +62 22 750 3509; Fax.+62 22 750 2263

E-mail: farida_titik@yahoo.com

triliun atau sekitar 34,94% dari total kapitalisasi saham di Bursa sebesar Rp3.247,1 triliun. (www.economy.okezone.com).

Menurut Ang (1997), terdapat faktor-faktor yang memengaruhi *return* suatu investasi. Pertama, faktor internal perusahaan seperti kualitas dan reputasi manajemennya, struktur permodalannya, struktur utang perusahaan, dan sebagainya. Kedua menyangkut faktor eksternal, misalnya pengaruh kebijakan moneter dan fiskal, perkembangan sektor industrinya, faktor ekonomi misalnya terjadinya inflasi, perubahan nilai kurs, tingkat suku bunga yang berlaku, perubahan GDP (*Gross Domestic Product*), dan sebagainya.

Faktor ekonomi seperti inflasi yang terjadi di suatu negara akan meningkatkan pendapatan dan biaya perusahaan. Jika peningkatan biaya produksi lebih tinggi dari peningkatan harga yang dapat dinikmati oleh perusahaan maka profitabilitas perusahaan akan turun. Hal ini dilihat sebagai hal buruk oleh investor yang dapat menyebabkan investor menjual saham dan harga saham pun akan menjadi turun.

Menurunnya nilai kurs (depresiasi) memberikan pengaruh pada perusahaan yang menggunakan bahan baku impor. Depresiasi akan meningkatkan biaya bahan baku dan peralatan yang dibutuhkan oleh perusahaan sehingga meningkatkan biaya produksi. Apabila peningkatan biaya bahan baku tidak dapat diikuti oleh peningkatan hasil jual produksi, maka laba yang dihasilkan akan berkurang, berarti risiko finansial perusahaan meningkat. Meningkatnya risiko perusahaan akan menyebabkan harga saham akan turun.

Selain inflasi dan nilai tukar rupiah terhadap dollar, faktor eksternal lainnya adalah tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI). Perusahaan yang terdapat di JII bukan merupakan perusahaan syariah melainkan perusahaan yang memenuhi kriteria syariah. Dalam menjalankan usahanya, perusahaan membutuhkan modal dan modal

tersebut diperoleh dari pinjaman ke bank. Ketika suku bunga SBI naik maka suku bunga bank juga naik sehingga biaya modal yang harus dibayarkan perusahaan pun meningkat. Sehingga biaya yang dibayarkan perusahaan meningkat sehingga laba yang diperoleh perusahaan pun mengalami penurunan. Peningkatan suku bunga SBI ini mengakibatkan harga saham mengalami penurunan didasarkan pada penurunan laba karena besarnya biaya modal.

Studi di Indonesia, seperti studi Lestari (20-05) menunjukkan bahwa pengaruh variabel makro ekonomi terhadap *return* saham memiliki pola beragam. Pada lag 1 bulan, pola hubungan adalah satu arah dimana tingkat bunga, inflasi dan kurs memengaruhi *return* saham, sedangkan pada lag 1 tahun, tingkat bunga dan inflasi memiliki pola hubungan satu arah terhadap *return* saham. Penelitian Hardianto (2006) pada periode 2002 - 2005 menunjukkan bahwa terdapat hubungan jangka panjang harga saham properti dengan variabel ekonomi moneter, yakni kurs rupiah per dollar AS, suku bunga SBI, jumlah uang beredar (M2), suku bunga deposito di Amerika Serikat. Dalam jangka pendek pergerakan saham properti dipengaruhi secara signifikan oleh perubahan penawaran uang M2 dan perubahan suku bunga deposito di AS. Riset Purwanto (2007) menggunakan data bulanan untuk periode 1998-2006 menunjukkan bahwa variabel bunga, perubahan nilai kurs berpengaruh negatif signifikan terhadap IHSG. Sedangkan pada model yang kedua, hanya variabel bunga yang berpengaruh signifikan negatif indeks LQ-45. Prasetiono (2011) dalam studinya mengenai variabel makro dan harga minyak terhadap saham LQ-45 menunjukkan bahwa dalam jangka pendek pertumbuhan ekonomi dan harga minyak berpengaruh terhadap harga saham LQ-45 dan dalam jangka panjang, pertumbuhan ekonomi, tingkat bunga berpengaruh terhadap harga saham LQ-45.

Di luar Indonesia, Maghayereh (2003) dalam risetnya di Yordania menemukan bahwa variabel

makro, seperti: ekspor, cadangan devisa, tingkat bunga, inflasi dan jumlah produksi industri direfleksikan oleh harga saham. Masyami *et al.* (2004) dalam studinya mengenai variabel makro dan indeks saham di Singapura periode 1990-2000 menunjukkan bahwa *finance index*, *property index*, dan *hotel index* berkointegrasi dengan perubahan dalam jangka pendek dan jangka panjang variabel tingkat bunga, produksi industri, tingkat harga, nilai tukar, dan penawaran uang. Di Malaysia, studi Majid & Yusof (2009) menunjukkan hasil bahwa tingkat bunga yang efektif, penawaran uang (M3), *treasury bill rate*, dan *federal fund rate* sesuai dengan target pemerintah untuk menstabilkan pasar saham islamik.

Herve *et al.* (2011) dalam studinya di China pada periode pengamatan 1997-2004 menemukan bahwa faktor ekonomi (indeks produksi industri, indeks harga konsumen, tingkat bunga, nilai tukar, penawaran uang-M2) bukan indikator yang tepat untuk memperkirakan pergerakan indeks saham di masa yang akan datang. Afzal & Hossain (2011) pada studinya di Bangladesh dengan data bulanan periode penelitian 2003-2011 menunjukkan hasil bahwa ada kointegrasi antara harga saham dengan variabel M1, M2, dan tingkat bunga dalam jangka panjang. Isenmila & Erah (2012) dari Nigeria dengan periode penelitian 2000-2010, menunjukkan bahwa terdapat hubungan jangka panjang dan jangka pendek antara harga minyak, dan penawaran uang dengan *return* saham. Dalam jangka panjang dan pendek, harga minyak dan uang beredar mempunyai hubungan negatif dengan *return* saham.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan menjelaskan bagaimana pengaruh variabel makro, yaitu: inflasi, tingkat suku bunga SBI, kurs valuta asing terhadap *Jakarta Islamic Index* periode 2008-2012 dalam jangka panjang maupun jangka pendek.

HIPOTESIS

Dalam penelitian ini, hipotesis yang diajukan oleh peneliti adalah sebagai berikut:

H₁ : terdapat pengaruh variabel inflasi, tingkat suku bunga SBI, kurs valuta asing terhadap *Jakarta Islamic Index* (JII) periode 2008-2012 dalam jangka panjang.

H₂ : terdapat pengaruh variabel inflasi, tingkat suku bunga SBI, kurs valuta asing terhadap *Jakarta Islamic Index* (JII) periode 2008-2012 dalam jangka pendek.

METODE

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode deskriptif analisis dan metode verifikatif. Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan hipotesis atau dugaan adanya pengaruh inflasi, kurs valuta asing dan suku bunga SBI dalam jangka panjang dan jangka pendek terhadap JII tahun 2008-2012.

Variabel penelitian ini menggunakan dua kategori utama yaitu variabel independen (variabel bebas) dan variabel dependen (variabel terikat).

Inflasi (X₁)

Inflasi adalah kenaikan harga-harga umum yang berlaku dalam suatu perekonomian dari satu periode ke periode lainnya (Sukirno, 2008). Indeks yang digunakan dalam penelitian ini adalah indeks harga konsumen. Menurut Ekawarna & Muslim (2010), Indeks Harga Konsumen (IHK) adalah angka indeks yang menunjukkan tingkat harga barang dan jasa yang harus dibeli konsumen dalam satu periode tertentu. Data IHK ini berupa data bulanan dan dinyatakan dalam bentuk indeks dan dinyatakan dalam satuan persen pada periode 2008-2012. Data ini diperoleh peneliti dari *website* Bank Indonesia.

Suku bunga SBI (X₂)

Suku bunga SBI adalah suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau *stance* kebijakan moneter yang ditetapkan oleh Bank Indonesia dan diumumkan kepada publik. Suku bunga SBI yang

digunakan dalam penelitian ini berupa data bulanan dan dinyatakan dalam satuan persen pada periode 2008-2012. Data ini diperoleh peneliti dari *website* Bank Indonesia.

Kurs valuta asing (X_3)

Menurut Sukirno (2008), kurs valuta asing adalah jumlah uang yang dibutuhkan, yaitu banyaknya rupiah yang dibutuhkan untuk memperoleh satu unit mata uang asing. Kurs yang digunakan adalah kurs tengah yang merupakan kurs penutupan pasar uang. Kurs penutupan menurut BI adalah kurs tengah yang merupakan rata-rata kurs beli dan kurs jual berdasarkan *Reuters* pada pukul 16.00 setiap hari. Kurs dihitung secara bulanan yang dinyatakan dalam bentuk IDR/USD pada periode 2008-2012 yang datanya diperoleh peneliti dari *website* Bank Indonesia.

Dalam penelitian ini variabel dependen yang digunakan adalah *Jakarta Islamic Index* (Y). Indeks harga saham adalah indikator atau cerminan pergerakan harga saham. Indeks merupakan salah satu pedoman bagi investor untuk melakukan investasi di pasar modal, khususnya saham. Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan Indeks JII akhir bulan selama periode 2008-2012 yang didapat dari *website* Bursa Efek Indonesia (BEI).

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah adalah *Jakarta Islamic Index*, sedangkan metode penarikan sampel yang digunakan adalah *nonprobability sampling*, yaitu teknik pengambilan sampel yang tidak memberi peluang/kesempatan sama bagi setiap unsur atau anggota populasi untuk dipilih menjadi sampel (Sugiyono, 2011). Teknik pengambilan sampel pada penelitian ini merupakan teknik *sampling* yang bersifat *purposive sampling* yaitu teknik penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu. Adapun kriteria yang menjadi dasar pemilihan sampel adalah memiliki data lengkap mengenai indeks harga saham akhir bulan selama 2008-2012.

Adapun teknik analisis data penelitian dijelaskan sebagai berikut.

Uji Stasionaritas

Menurut Ariefianto (2012), uji stasionaritas data adalah hal yang penting dalam analisis dataurut waktu. Pengujian yang tidak memadai dapat menyebabkan pemodelan yang tidak tepat sehingga hasil/kesimpulan yang diberikan dapat bersifat *spurious* (palsu). Menurut Gujarati (2012), *time series* dikatakan menjadi stasioner jika rerata dan variasinya adalah konstan antar waktu dan nilai kovarians antara dua periode waktu bergantung hanya pada jarak atau perbedaan atau lag antara dua periode waktu dan bukan pada waktu aktual di mana kovariansnya dihitung. Uji stasionaritas (atau nonstasionaritas) yang digunakan adalah uji *Unit Root Augmented Dickey Fuller* (ADF).

Menurut Ajija (2011), ADF test digunakan ketika diasumsikan bahwa *error term* (u_t) tidak saling berkorelasi. Namun ketika u_t saling berkorelasi, maka kita menggunakan *ADF Test*. Tes ini dilakukan dengan menambah (*augmenting*) nilai lag pada variabel dependen. Secara spesifik, tes ADF mengikuti persamaan sebagai berikut:

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \alpha_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

Dimana adalah *white noise error term* murni dan $\Delta Y_{t-1} = (Y_{t-1} - Y_{t-2})$, $t_{-2} = (t_{-2} - t_{-3})$, dan seterusnya.

Dalam tes ADF kita masih menguji apakah =0 atau tidak, dan tes uji ADF mengikuti distribusi asimptot yang sama dengan statistik DF, sehingga nilai kritis yang sama bisa digunakan. Dalam pengujian *unit root* dengan menggunakan *E-views*, jika nilai probabilitas lebih kecil daripada =1%, =5%, atau =10%, maka tidak terjadi *unit root*. Sebaliknya, jika nilai probabilitas lebih besar daripada =1%, =5%, atau =10%, maka terjadi *unit root*. Apabila variabel yang diuji belum stasioner pada =1%, =5%, atau =10%, maka pengujian dilanjutkan kembali dengan tes derajat integrasi (tes kedua).

Kointegrasi Johansen

Menurut Gujarati (2012), kedua variabel bisa kointegrasi apabila mereka memiliki hubungan jangka panjang, atau keseimbangan antara keduanya. Granger mengatakan bahwa uji kointegrasi dapat dipandang sebagai tes pendahuluan (*pre-test*) untuk menghindari adanya regresi *spurious*.

Peneliti melakukan pengujian kointegrasi dengan menggunakan uji Johansen. Untuk melihat apakah variabel saling berkointegrasi, peneliti membandingkan *trace* statistik dengan nilai kritis pada tingkat keyakinan 5%. Apabila nilai *trace* statistik lebih besar dari nilai kritis pada tingkat keyakinan 5%, maka dapat disimpulkan bahwa kedua variabel saling berkointegrasi atau terdapat hubungan jangka panjang. Begitu pula sebaliknya, apabila nilai *trace* statistik lebih kecil dari nilai kritis pada tingkat keyakinan 5%, maka dapat disimpulkan bahwa kedua variabel tidak saling berkointegrasi atau tidak terdapat hubungan jangka panjang.

Error Correction Model (ECM)

Menurut Ajija (2011), setelah mengakui bahwa kedua variabel terkointegrasi, tentunya hal ini tidak berarti bahwa dalam jangka pendek kedua variabel tersebut ekuilibrium. Mekanisme ECM dikenalkan oleh Sargan dan dipopulerkan oleh Engle dan Granger untuk mengoreksi ketidakseimbangan. Teori representatif Granger menyebutkan bahwa jika dua variabel X dan Y terkointegrasi, hubungan antar keduanya bisa dinyatakan sebagai ECM. Menurut Winarno (2009), Model koreksi kesalahan yang diajukan Engle-Granger memerlukan dua tahap, sehingga disebut dengan *two steps*. Tahap pertama adalah menghitung nilai residual dari persamaan regresi awal. Tahap kedua adalah melakukan analisis regresi dengan memasukkan residual dari langkah pertama. Hasil pada tahap kedua, apabila nilai probabilitas residual <0,05 menunjukkan bahwa model koreksi kesalahan (ECM) yang digunakan sudah valid, artinya terdapat hubungan jangka pendek antara variabel yang diteliti.

Deskripsi variabel penelitian bertujuan untuk memberikan gambaran mengenai variabel yang diteliti melalui data sampel sebagaimana adanya. Hasil pengujian statistik deskriptif tersaji pada Tabel 1.

HASIL

Berdasarkan uji statistik deskriptif pada Tabel 1, standar deviasi variabel inflasi adalah 2,7% di bawah rata-ratanya, hal ini menunjukkan bahwa data dari inflasi mengelompok atau tidak bervariasi. Nilai terendah sebesar 2,41% terjadi pada bulan November tahun 2009, sedangkan nilai tertinggi sebesar 12,14% terjadi pada bulan September 2008. Inflasi tertinggi di bulan September 2008 sebesar 12,14% disebabkan oleh kenaikan indeks pada kelompok barang dan jasa sebagai berikut.

Kelompok bahan makanan 1,90%, kelompok makanan jadi, minuman, rokok, dan tembakau 0,94%, kelompok perumahan, air, listrik, gas, dan bahan bakar 1,22%, kelompok sandang 0,50%, kelompok kesehatan 0,36%, kelompok pendidikan, rekreasi, dan olahraga 0,63%, dan kelompok transport, komunikasi, dan jasa keuangan 0,22%.

Dari Tabel 1 nampak standar deviasi variabel tingkat suku bunga SBI sebesar 1,07% di bawah rata-rata 6,93% menunjukkan bahwa data dari

Tabel 1. Hasil Pengujian Statistik Deskriptif

	Inflasi	BI Rate	Kurs	JII
Mean	0,059838	0,069333	9.469,409	453,4419
Median	0,049200	0,065000	9.196,790	477,2416
Maximum	0,121400	0,095000	11.852,750	619,2700
Minimum	0,024100	0,057500	8.532,000	193,6829
Std. Dev.	0,026907	0,010754	7.924,600	113,7806

tingkat suku bunga SBI mengelompok atau tidak bervariasi. Nilai terendah 5,75% terjadi pada bulan Februari 2012 sampai dengan bulan Desember 2012. Rapat Dewan Gubernur (RDG) Bank Indonesia pada tanggal 9 Februari 2012 memutuskan untuk menurunkan BI *Rate* menjadi 5,75% untuk memberikan dorongan bagi pertumbuhan ekonomi Indonesia di tengah menurunnya kinerja ekonomi global, dengan tetap mengutamakan pencapaian sasaran inflasi dan stabilitas nilai tukar rupiah, sedangkan nilai tertinggi 9,5% terjadi pada bulan Oktober dan November tahun 2008. Rapat Dewan Gubernur (RDG) Bank Indonesia pada tanggal 6 November 2008 memutuskan untuk mempertahankan BI *Rate* pada tingkat 9,5%.

Tabel 1 juga menunjukkan bahwa standar deviasi variabel kurs valuta asing berdasarkan Tabel 2 sebesar Rp7.924,6 di bawah rata-rata Rp9.469,4, hal ini menunjukkan bahwa data mengelompok atau tidak bervariasi. Kurs mengalami depresiasi pada bulan Februari 2009 sebesar Rp11.852,75.

Standar deviasi variabel JII sebesar 113,78 di bawah rata-rata 453,44. hal ini menunjukkan bahwa data dari JII mengelompok atau tidak bervariasi.

Uji Stasionaritas

Uji Augmented Dickey Fuller (ADF) Inflasi

Berdasarkan hasil uji ADF inflasi pada Tabel 2 diperoleh nilai probabilitas yaitu sebesar 0,0015 lebih kecil daripada 0,05, maka dapat disimpulkan tidak terjadi *unit root* yang artinya variabel inflasi sudah stasioner pada tingkat signifikansi 5%.

Tabel 2. Uji ADF Inflasi

ADF Value	ADF 5%	Probability
4,218920	2,916566	0,0015

Uji Augmented Dickey Fuller (ADF) Tingkat Suku Bunga SBI

Berdasarkan hasil uji ADF tingkat suku bunga SBI pada Tabel 3, diperoleh nilai probabilitas ya-

itu sebesar 0,4455 lebih besar daripada 0,05, maka dapat disimpulkan terjadi *unit root* yang artinya variabel tingkat suku bunga SBI belum stasioner pada tingkat signifikansi 5%. Oleh karena itu, peneliti melakukan pengujian derajat integrasi (tes kedua).

Berdasarkan hasil uji derajat integrasi, probabilitas tingkat suku bunga SBI pada Tabel 3 yaitu sebesar 0,1614 lebih besar daripada 0,05. Artinya, variabel tingkat suku bunga SBI belum stasioner di tingkat *first difference* pada tingkat signifikansi 5% dan perlu dilakukan uji ADF di tingkat *second difference*.

Berdasarkan hasil uji ADF di tingkat *second difference*, probabilitas tingkat suku bunga SBI pada Tabel 3 yaitu sebesar 0,0000 lebih kecil daripada 0,05. Artinya, variabel tingkat suku bunga SBI sudah stasioner di tingkat *second difference* pada tingkat signifikansi 5%.

Tabel 3. Uji ADF Tingkat Suku Bunga SBI

Level	ADF Value	ADF 5%	Probability
Level	1,660874	2,912631	0,4455
1 st difference	2,928705	3,489228	0,1614
2 nd difference	6,389112	3,492149	0,0000

Uji Augmented Dickey Fuller (ADF) Kurs Valuta Asing

Berdasarkan hasil uji ADF pada Tabel 4, untuk variabel kurs valuta asing diperoleh nilai probabilitas yaitu sebesar 0,2098 lebih besar daripada 0,05, maka dapat disimpulkan terjadi *unit root*. Artinya variabel kurs valuta asing belum stasioner pada tingkat signifikansi 5%. Oleh karena itu, peneliti melakukan pengujian derajat integrasi (tes kedua). Berdasarkan hasil uji derajat integrasi pada Tabel 4 diperoleh probabilitas yaitu sebesar 0,0888 lebih besar daripada 0,05. Artinya, variabel kurs valuta asing belum stasioner di tingkat *first difference* pada tingkat signifikansi 5%. Berdasarkan hasil uji ADF di tingkat *second difference*, probabilitas kurs valuta

asing pada Tabel 4 yaitu sebesar 0,0000 lebih kecil dari pada 0,05. Artinya, variabel kurs valuta asing sudah stasioner di tingkat *second difference* pada tingkat signifikansi 5% dan dapat dianalisis lebih lanjut.

Tabel 4. Uji ADF Kurs Valuta Asing

Level	ADF Value	ADF 5%	Probability
Level	2,196561	2,915522	0,2098
1 st difference	3,231709	3,492149	0,0888
2 nd difference	10,409520	3,492149	0,0000

Uji Augmented Dickey Fuller (ADF) JII

Berdasarkan hasil uji ADF pada Tabel 5, untuk variabel JII diperoleh nilai probabilitas yaitu sebesar 0,8460 lebih besar daripada 0,05, maka dapat disimpulkan terjadi *unit root*. Artinya variabel JII belum stasioner pada tingkat signifikansi 5%. Oleh karena itu, peneliti melakukan pengujian derajat integrasi. Berdasarkan hasil uji derajat integrasi diperoleh probabilitas yaitu sebesar 0,0000 lebih kecil dari pada 0,05. Artinya, variabel JII sudah stasioner di tingkat *first difference* pada tingkat signifikansi 5% sehingga dapat dianalisis lebih lanjut.

Tabel 5. Uji ADF JII

Level	ADF Value	ADF 5%	Probability
Level	0,669699	2,911730	0,8460
1 st difference	6,848265	3,489228	0,0000

Uji Kointegrasi

Pengujian kointegrasi menggunakan uji Johansen dengan membandingkan *trace* statistik dengan nilai kritis pada tingkat keyakinan 5%.

None dalam hasil uji Johansen merupakan H_0 yaitu tidak ada kointegrasi variabel inflasi, tingkat suku bunga SBI terhadap variabel JII. Berdasarkan hasil *trace statistic* uji Johansen variabel inflasi, suku bunga SBI, dan kurs valuta asing terhadap JII pada Tabel 6, dapat diketahui bahwa H_0 ditolak karena nilai *trace statistic* pada saat *none* untuk pengujian variabel inflasi, suku bunga SBI, dan kurs valuta

asing terhadap JII sebesar 54,60 lebih besar dari pada nilai kritis pada tingkat signifikansi 5% sebesar 47,86 dan nilai probabilitas sebesar 0,0102 lebih kecil dari 0,05. Hal ini berarti terdapat hubungan jangka panjang antara variabel inflasi, suku bunga SBI, dan kurs valuta asing dengan JII.

Hasil uji Max-Eigen Statistic Johansen pada Tabel 6, dapat diketahui bahwa H_0 ditolak karena nilai *Max-Eigen Statistic* pada saat *none* untuk pengujian variabel inflasi, suku bunga SBI, dan kurs valuta asing terhadap JII sebesar 30,29 lebih besar dari pada nilai kritis pada tingkat signifikansi 5% sebesar 27,58 dan nilai probabilitas sebesar 0,022 lebih kecil dari 0,05. Yang berarti terdapat kointegrasi atau ada hubungan jangka panjang antara variabel inflasi, suku bunga SBI, dan kurs valuta asing dengan JII.

Uji Error Correction Model (ECM)

Hasil uji *Error Correction Model* (ECM) pada Tabel 7 dapat diketahui bahwa nilai probabilitas residualnya sebesar 0,0066 lebih kecil dari 0,05, maka dapat disimpulkan ECM yang digunakan sudah valid yang artinya terdapat hubungan jangka pendek antara variabel variabel inflasi, suku bunga SBI, dan kurs valuta asing dengan JII.

PEMBAHASAN

Pengaruh Variabel Makro terhadap JII dalam Jangka Panjang

Hasil uji kointegrasi Johansen menunjukkan bahwa pada tahun 2008-2012 terdapat hubungan jangka panjang antara variabel inflasi, suku bunga SBI, dan kurs valuta asing dengan JII. Dari hasil uji Johansen juga dapat diketahui koefisien inflasi sebesar -3.359,626 (Tabel 6), maka dapat disimpulkan bahwa dalam jangka panjang inflasi berpengaruh negatif terhadap JII. Hasil ini konsisten dengan penelitian Islam *et al.* (2004), dan Widodo (2004) bahwa dalam jangka panjang inflasi memiliki hubungan negatif dengan harga saham. Namun bertentangan dengan penelitian Maghayereh

Pengujian Variabel Makro Ekonomi terhadap *Jakarta Islamic Index*

Farida Titik Kristanti & Nur Taufiqoh Lathifah

(2003) yang menunjukkan hasil bahwa inflasi berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham di Jordan.

SBI dan kurs memiliki koefisien masing-masing sebesar 16.181,65 dan 0,047, maka dapat disimpulkan bahwa dalam jangka panjang SBI dan kurs berpengaruh positif terhadap JII. Hasil ini kon-

sisten dengan penelitian Islam *et al.* (2004) bahwa dalam jangka panjang, suku bunga dan kurs berpengaruh positif terhadap harga saham. Namun penelitian ini bertentangan dengan Maghayereh (2003) juga menyatakan bahwa nilai kurs berpengaruh negatif terhadap *return* saham. Penelitian Widodo (2004) yang menunjukkan hasil hubungan

Tabel 6. Uji Johansen Variabel Inflasi, Suku bunga SBI dan Kurs

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0,406868	54,60241	47,85613	0,0102
At most 1	0,223450	24,30676	29,79707	0,1878
At most 2	0,136108	9,63892	15,49471	0,3095
At most 3	0,019685	1,15309	3,84146	0,2829
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0,406868	30,29565	27,58434	0,0219
At most 1	0,223450	14,66784	21,13162	0,3129
At most 2	0,136108	8,48582	14,26460	0,3315
At most 3	0,019685	1,15309	3,84146	0,2829
Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)				
JII	Inflasi	SBI	Kurs	
1,000000	-3.359,626 (652,030)	16.181,65 (1.717,27)	0,047414 (0,01517)	

Tabel 7. Uji *Error Correction Model*(ECM)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0,399474	3,633842	-0,109932	0,9129
D(INFLASI)	376,9367	683,7448	0,551283	0,5837
D(SBI)	-6.405,798	2469,539	-2,593925	0,0122
D(KURS)	-0,031235	0,011701	-2,669352	0,0100
RESID01(-1)	-0,266468	0,094371	-2,823628	0,0066
R-squared	0,283214	Mean dependent var		1,996947
Adjusted R-squared	0,230118	S.D. dependent var		30,99609
S.E. of regression	27,19687	Akaike info criterion		9,525019
Sum squared resid	39.942,18	Schwarz criterion		9,701082
Log likelihood	-275,9881	Hannan-Quinn criter.		9,593747
F-statistic	5,334061	Durbin-Watson stat		2,163690
Prob(F-statistic)	0,001077			

negatif antara suku bunga dan IHSG. Begitu juga dengan hasil penelitian Majid & Yusof (2009) yang menunjukkan bahwa suku bunga berpengaruh negatif terhadap harga saham islamik di Malaysia. Dari koefisien tersebut diketahui bahwa dalam jangka panjang variabel yang paling memengaruhi JII adalah suku bunga SBI. Hal ini semakin menunjukkan bahwa perusahaan yang berada di JII bukan perusahaan syariah tetapi perusahaan yang memenuhi kriteria syariah. Dalam menjalankan usahanya mereka masih menggunakan modal dari perbankan dimana suku bunga pinjaman dipengaruhi oleh suku bunga SBI.

Pengaruh Variabel Makro terhadap JII dalam Jangka Pendek

Hasil uji ECM menunjukkan bahwa tahun 2008-2012 terdapat hubungan jangka pendek antara variabel inflasi, suku bunga SBI, dan kurs valuta asing dengan JII. Hal ini konsisten dengan penelitian Lestari (2005), Purwanto (2007), dan Prasetyono (2010), bahwa inflasi suku bunga SBI dan kurs berpengaruh terhadap harga saham dalam jangka pendek. Hal ini dapat dipahami karena adanya reaksi investor yang spontan (jangka pendek) atas perubahan suku bunga SBI, Inflasi dan kurs terhadap pembelian saham, termasuk saham yang masuk dalam kriteria *Jakarta Islamic Index*.

Hasil pembahasan menunjukkan bahwa ada pengaruh signifikan baik jangka panjang maupun jangka pendek antara variabel makro, inflasi, suku bunga SBI, inflasi dengan JII. Hal ini menunjukkan bahwa variabel makro berperan penting dalam menentukan JII, sehingga bagi perusahaan harus lebih memperhatikan variabel makro dalam menjalankan operasi perusahaannya, karena variabel makro akan bisa memengaruhi kinerja perusahaan yang pada akhirnya akan memengaruhi pergerakan harga saham syariah ini. Tentu saja pemerintah juga memiliki peran penting dalam hal ini, karena variabel makro berhubungan dengan kebijakan baik moneter maupun fiskal yang dibuat oleh pemerintah. Artinya pemerintah wajib untuk mampu mengen-

dalikan variabel makro sehingga bisa mendukung peningkatan perekonomian yang pada akhirnya akan memengaruhi kinerja keuangan perusahaan yang masuk dalam JII.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan menjelaskan bagaimana pengaruh variable makro, yaitu: inflasi, tingkat suku bunga SBI, kurs valuta asing terhadap *Jakarta Islamic Index* periode 2008-2012 dalam jangka panjang maupun jangka pendek.

Berdasarkan analisis yang telah dilakukan melalui uji kointegrasi dan ECM terdapat hubungan jangka panjang antara variabel inflasi, suku bunga SBI, dan kurs valuta asing dengan JII pada tahun 2008-2012. Terdapat hubungan jangka pendek antara variabel inflasi, suku bunga SBI, dan kurs valuta asing dengan *JII* pada tahun 2008-2012.

Saran

Investor dalam melakukan investasi dapat mempertimbangkan keadaan ekonomi seperti inflasi, suku bunga SBI, dan kurs valuta asing karena berdasarkan hasil penelitian ini inflasi, suku bunga SBI, dan kurs valuta asing dalam jangka panjang dan jangka pendek berpengaruh terhadap indeks harga saham.

Peneliti selanjutnya diharapkan dapat menggunakan sampel yang berbeda dan menggunakan atau menambahkan variabel makro ekonomi yang berbeda yang diduga berpengaruh terhadap indeks harga saham dalam jangka panjang dan jangka pendek, seperti pendapatan nasional, pertumbuhan ekonomi, harga minyak dan sebagainya.

DAFTAR PUSTAKA

- Afzal, N. & Hossain, S.S. 2011. An Empirical analysis of The Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Prices in Bangladesh. *Bangladesh Development Studies*, 34(4):95-105.

Pengujian Variabel Makro Ekonomi terhadap *Jakarta Islamic Index*

Farida Titik Kristanti & Nur Taufiqoh Lathifah

- Ekawarna & Muslim, Fachruddiansyah (2010). *Pengantar Teori Ekonomi Mikro*. (Cetakan Pertama). Jakarta : Gaung Persada.
- Hardianto, F.N. 2006. Responsivitas Harga Saham Properti Terhadap Dinamika Ekonomi Moneter di Indonesia : Pendekatan Beberapa Model. *Jurnal Ekonomi Pembangunan*, 11(3): 213-226.
- Herve, D.B.G., Chanmalai, B., & Shen, Y. 2011. The Study of Causal Relationship between Stock Market Indices and Macroeconomic Variables in Cote d'Ivoire: Evidence from Error-Correction Models and Granger Causality Test. *International Journal of Business and Management*, 6(12): 146-169.
- Isenmila, P.A. & Erah, D.O. 2012. Share Prices And Macroeconomic factors : A Test Of The Arbitrage Pricing Theory (APT) In The Nigerian Stock Market. *European Journal of Business and Management*, 4(15): 66-76.
- Islam, Sardar M.N., Watanapalachaikul, S. & Billington, N. 2004. A Time Series Analysis and Modelling of The Thai Stock Market. *International Business Management Conference*. Universiti Tenaga Nasional.
- Lestari, M. 2005. Pengaruh Variabel Makro terhadap Return Saham di BEI: Pendekatan Beberapa Model. *Simposium Nasional Akuntansi VIII*. Solo.
- Maghayereh, A. 2003. Causal relations among Stock Prices and Macroeconomic Variables in the Small, Open Economy of Jordan. *JKAU: Econ & Adm*, 7(2): 3-12.
- Majid, M.S. & Yusof, R.M. 2009. Long Run Relationship between Islamic Stock returns and Macroeconomic Variables: An Application of the Autoregressive Distributed Lag Model. *Humanomics*, 25(2): 127-141.
- Prasetiono, D.W. 2010. Analisis Pengaruh Faktor Fundamental Ekonomi Makro dan Harga Minyak terhadap Saham LQ 45 dalam Jangka Pendek dan Jangka Panjang. *Journal of Indonesia Applied Economics*, 4(1): 11-25.
- Sukirno, S. 2008. *Makroekonomi Teori Pengantar*. Edisi Ketiga. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Widodo, P. 2007. Pengaruh Pergerakan Variabel ekonomi makro Terhadap Return IHSG dan LQ45. *Jurnal Madani*, (Mei): 43-64.