

ANALISIS KINERJA EKONOMI GLOBAL DAN MAKROEKONOMI DOMESTIK TERHADAP PASAR MODAL SYARIAH INDONESIA

Nora Ria Retnasih

IAIN Tulungagung

rhaarianto@gmail.com

Abstract: *The fluctuations of Islamic stock indexes incorporated in the Jakarta Islamic index (JII) is influenced not only by domestic factors but also global economic conditions. This study aims to examine the relationship between global economic variables (FFR and DJI) and domestic macroeconomic conditions (exchange rates and inflation) towards the movement of the Islamic stock index (JII) in both the short and long term. This type of quantitative research uses the Vector Autoregressive (VAR) method with Impulse Response Function (IRF) and Forecast Error Decomposition of Variance (FEDV) tests. The data used is the monthly, starts from January 2014 to December 2017. The IRF test results show that the FFR and DJI variables are responded positively by JII both in the short and long term. The exchange rate variable is responded to negatively in the short and medium term, but has changed positively in the long run. Meanwhile, the inflation variable was responded negatively during the study period. Overall, the FEDV test shows that the four variables contribute to the JII, with the largest contribution given by domestic variables (exchange rates and inflation).*

Keywords: *FFR, DJI, JII, Exchange Rate, Inflation, VAR*

Abstrak: *Fluktuasi indeks saham syariah yang tergabung dalam indeks Islam Jakarta (JII) dipengaruhi tidak hanya oleh faktor*

domestik tetapi juga kondisi ekonomi global. Penelitian ini bertujuan untuk menguji hubungan antara variabel ekonomi global (FFR dan DJI) dan kondisi ekonomi makro domestik (nilai tukar dan inflasi) terhadap pergerakan indeks saham Islam (JII) baik dalam jangka pendek dan jangka panjang. Jenis penelitian kuantitatif ini menggunakan metode Vector Autoregressive (VAR) dengan fungsi Impulse Response Function (IRF) dan Forecast Error Decomposition of Variance (FEDV). Data yang digunakan adalah bulanan, mulai dari Januari 2014 hingga Desember 2017. Hasil tes IRF menunjukkan bahwa variabel FFR dan DJI merespon secara positif oleh JII baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Variabel nilai tukar merespon negatif dalam jangka pendek dan menengah, tetapi telah berubah secara positif dalam jangka panjang. Sementara itu, variabel inflasi merespon negatif selama periode penelitian. Secara keseluruhan, uji FEDV menunjukkan bahwa keempat variabel berkontribusi terhadap JII, dengan kontribusi terbesar diberikan oleh variabel domestik (nilai tukar dan inflasi).

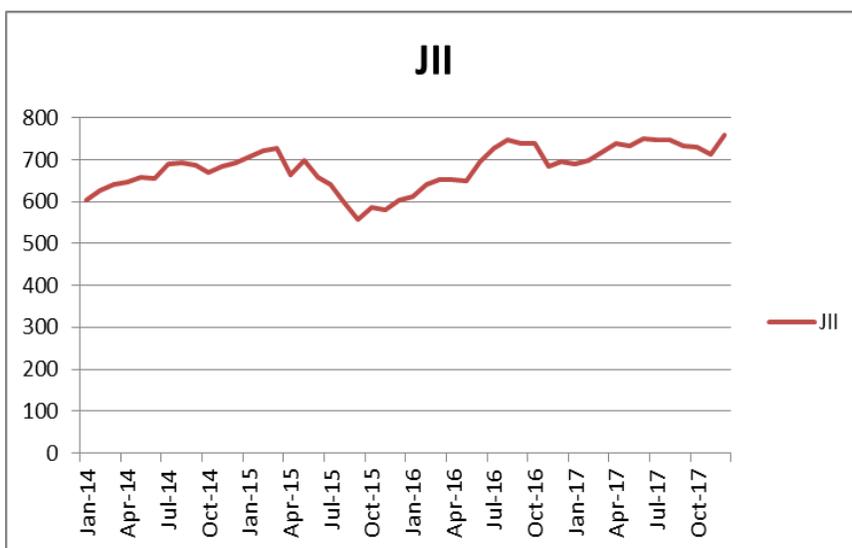
Kata kunci: FFR, DJI, JII, Nilai Tukar, Inflasi, VAR

PENDAHULUAN

Salah satu indikator keberhasilan pembangunan ekonomi sebuah negara dapat dilihat dari besarnya sumbangan sektor investasi terhadap pertumbuhan ekonomi setiap tahunnya. Dewasa ini, investasi di sektor keuangan yang paling banyak diminati oleh masyarakat adalah melalui jual beli efek di pasar modal. Optimisme pasar yang tinggi dapat memberi sumbangan pada sektor industri untuk terus tumbuh selaras dengan tujuan investor untuk meningkatkan laba atas investasinya. Peningkatan ini tidak hanya terjadi pada sektor dengan basis konvensional tetapi juga syariah. Selama beberapa tahun terakhir

Nora Ria Retnasih: Analisis Kinerja Ekonomi Global.... [halaman] perkembangan sektor keuangan dengan prinsip syariah menunjukkan kemajuan signifikan di dalam negeri. Faktor utamanya dikarenakan penduduk Indonesia yang didominasi oleh pemeluk agama Islam. Selain itu, ada kecenderungan masyarakat yang lebih memilih bertransaksi ekonomi dan melakukan perluasan akses pendanaan untuk kebutuhan modal dengan prinsip bebas *riba* (bunga), *maysir* (judi), dan *gharar* (spekulasi).

Indeks saham syariah (*Jakarta Islamic Index*/JII) pertama kali diluncurkan pada tahun 2000 dan diatur dalam Fatwa DSN-MUI No: 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal. Perkembangan indeks syariah hingga tahun 2017 menunjukkan kinerja positif sebagai berikut.



Gambar 1. Trend nilai JII tahun 2014-2017 (Sumber: Yahoo finance, data diolah)

Gambar 1 di atas menggambarkan nilai saham JII selama empat tahun terakhir. Dari data tersebut dapat dilihat walaupun nilai JII belum sebesar indeks saham konvensional dan sempat berfluktuasi di tahun 2015 namun *trend* pergerakannya cenderung mengalami peningkatan hingga akhir tahun. Dari awal 2014 nilai saham JII tercatat sebesar Rp 600 per lembar saham hingga mencapai Rp 759 pada akhir 2017. Peningkatan ini tentunya memberi arah positif bahwa di tahun-tahun selanjutnya sektor syariah memiliki potensi kemajuan cukup besar.

Melakukan investasi dalam bentuk efek sangatlah rentan dengan berbagai jenis resiko. Hal ini dikarenakan nilai saham yang menjadi pertimbangan utama investor

Nora Ria Retnasih: Analisis Kinerja Ekonomi Global.... [halaman] dalam menanamkan modalnya sangatlah mudah berfluktuasi setiap saat. Oktaviani (2017) menjelaskan bahwa penurunan kinerja makroekonomi dalam negeri dapat mengakibatkan sentimen pasar dan gejolak pada pasar modal sehingga berakibat pada penurunan nilai saham. faktor makroekonomi ini tidak hanya dari ranah domestik tetapi juga dari faktor internasional akibat globalisasi dan integrasi ekonomi berbagai negara di dunia. Menurut Rusbariand, dkk (2012) salah satu dari variabel domestik yang paling berpengaruh yaitu nilai tukar dan inflasi. Nopirin (2017) menjelaskan inflasi merupakan gejala kenaikan barang-barang secara umum dan terus menerus, sedangkan nilai tukar adalah harga mata uang dalam negeri terhadap mata uang luar negeri terutama dollar.

Selain itu, keterikatan kerjasama ekonomi antar negara di dunia juga memberi celah bagi negara lain khususnya negara maju untuk turut mempengaruhi besarnya nilai investasi dan stabilitas ekonomi dalam negeri. Sejak krisis tahun 2008 di Amerika Serikat (AS) dan perlambatan ekonomi di berbagai negara yang mengakibatkan ketidakpastian global membuat investor turut mempertimbangkan kebijakan-kebijakan negara maju seperti AS sebelum berinvestasi di dalam negeri. Ekanayake dkk (2008) menyebutkan sebagian besar transmisi kebijakan moneter datang melalui pengaruh suku bunga jangka pendek terhadap harga aset lainnya. Pergerakan

harga asset, tingkat suku bunga jangka panjang dan harga saham dapat menentukan biaya pinjaman swasta dan perubahan dalam kekayaan. Antonio dkk (2013) menambahkan instrumen yang paling besar pengaruhnya secara global yaitu *federal fund rate* (FFR) yang merupakan suku bunga antar bank di AS dan ditetapkan oleh *The Federal Open Market Committee* (FOMC). Terkait dengan investasi, sesuai dengan teori *interest rate parity* dan teori *portofolio adjustment* perubahan FFR akan berpengaruh terhadap keputusan investasi investor. Tingginya FFR dibanding tingkat suku bunga domestik akan menyebabkan *capital outflow* karena investor menilai lebih menguntungkan berinvestasi di luar negeri dibandingkan berinvestasi dalam negeri.

Faktor luar negeri lain yang juga turut berpengaruh yaitu indeks saham negara maju. Pratama dkk (2018) menjelaskan pasar saham di negara maju dianggap berpengaruh pada bursa saham di negara lain termasuk bursa saham di AS, Inggris, dan Jepang. Sebagai pengaruh pasar saham, volume transaksi pasar modal di negara-negara ini memiliki nilai tinggi karena didukung oleh jumlah perusahaan *go-public*, jumlah instrumen investasi, dan kapitalisasi pasarnya. Acuan indeks saham global yang digunakan seluruh Negara yaitu *Dow Jones Index* (DJI). DJI merupakan indeks utama di AS dan mencakup 30

Nora Ria Retnasih: Analisis Kinerja Ekonomi Global.... [halaman] perusahaan multinasional terbesar sehingga mampu menggambarkan kinerja ekonomi negara tersebut. Hal ini dipertegas dengan pernyataan Antonio dkk (2013) bahwa pertumbuhan ekonomi di AS dapat mendorong pertumbuhan ekonomi Indonesia melalui kegiatan ekspor maupun berupa aliran modal masuk (*capital inflow*) baik dari investasi langsung (*foreign direct investment*) maupun melalui pasar modal, termasuk JII.

Peneitian ini bertujuan untuk menganalisis hubungan antara fluktuasi ekonomi global (FFR dan DJI) dan makroekonomi Indonesia (nilai tukar dan inflasi) terhadap nilai saham syariah Indonesia (JII) di tengah kondisi ketidakpastian ekonomi di berbagai negara dengan periode penelitian mulai tahun 2014 sampai dengan 2017.

LANDASAN TEORI

Supadi dan Amin (2012) menjelaskan *Jakarta Islamic Index* (JII) digunakan sebagai tolak ukur kinerja suatu investasi pada saham dengan basis syariah. Melalui indeks ini diharapkan dapat meningkatkan kepercayaan investor untuk mengembangkan investasi dalam ekuiti secara syariah. Saputra (2016) menambahkan bahwa pelaksanaan transaksi efek dalam pasar modal syariah harus dilakukan menurut prinsip kehati-hatian-hatian serta tidak diperbolehkan melakukan spekulasi (untung-untungan) dan manipulasi (penipuan) yang mana di dalamnya mengandung unsur

gharar, riba, maysir, dan rishwah. Semua unsur-unsur tersebut di larang, baik oleh al-qur'an, hadist, maupun ijma'. Beberapa transaksi efek yang mengandung unsur tersebut meliputi: *Creating fake demand/supply, Insider trading, Margin on trading, Pooling interest dan Cornering, Preffered stock* (saham istimewa), *Forward contract, Option, dan Short Selling.*

Disisi lain, Majid (2018) menjelaskan bahwa kemandirian perkembangan lembaga keuangan syariah di Indonesia saat ini didukung oleh adanya Komite Keuangan Syariah Nasional yang diatur oleh Keputusan Presiden, No. 91 tahun 2016. Dengan adanya komite tersebut, maka kebijakan moneter diharapkan mampu menstabilkan volatilitas pasar saham syariah dan konvensional serta volatilitas dalam kebijakan moneter global yang ditransmisikan ke pasar saham Indonesia. Sejalan dengan hal tersebut, Adam dkk (2017) menyatakan integrasi pasar saham dapat dipengaruhi oleh kebijakan moneter baik di dalam negeri maupun di luar negeri, terutama yang berkaitan dengan perubahan suku bunga, meskipun pengaruh suku bunga asing terhadap harga saham biasanya terjadi melalui saluran suku bunga domestik. Menurut teori paritas suku bunga, suku bunga nominal suatu negara adalah jumlah suku bunga asing, nilai tukar, dan risiko premium.

Nora Ria Retnasih: Analisis Kinerja Ekonomi Global.... [halaman]
Variabel Global yang berpengaruh pada saham domestik yaitu besarnya tingkat *Federal Fund Rate* (FFR) dan *Dow Jones Index* (DJI). Menurut Antonio dkk (2013) peningkatan FFR akan mengakibatkan peningkatan pula pada *discount rate* yang pada akhirnya berdampak pada ekspektasi bagi hasil (dividen), sehingga akan menurunkan tingkat harga saham di AS. Nilai FFR dapat mempengaruhi perubahan tingkat suku bunga di berbagai negara, maka tidak menutup kemungkinan peningkatan variabel tersebut juga akan menyebabkan naiknya tingkat suku bunga Indonesia yang pada akhirnya akan mengakibatkan turunnya nilai saham. Sedangkan, menguatnya DJI menandakan semakin membaiknya kondisi perekonomian AS. Sebagai mitra dagang utama Indonesia,, tentunya hal ini akan berdampak cukup besar bagi pasar modal karena pertumbuhan ekonomi AS dapat mendorong pertumbuhan ekonomi domestik melalui sektor riil maupun finansial.

Sementara dari dalam negeri, Antonio dkk (2013) menyebutkan bahwa inflasi merupakan salah satu variabel makro yang memiliki dampak besar terhadap kegiatan perekonomian. Inflasi dianggap mampu menggambarkan siklus bisnis sebuah negara, dimana kestabilan inflasi akan bernilai positif bagi kinerja perusahaan dan tentunya akan dapat menarik investor untuk membeli saham tersebut. Variabel lainnya yang juga berpengaruh pada nilai saham menurut Rusbariand dkk (2012) yaitu kestabilan

pergerakan nilai tukar. Bagi perusahaan yang aktif dalam kegiatan ekspor impor yang tidak dapat terlepas dari penggunaan mata uang asing yaitu dollar AS sebagai alat transaksi atau mata uang yang sering digunakan dalam perdagangan. Fluktuasi nilai kurs yang tidak terkendali dapat mempengaruhi kinerja perusahaan-perusahaan yang terdaftar di pasar modal. Adam dkk (2017) menambahkan sejauh mana nilai tukar mempengaruhi harga saham domestik bergantung pada seberapa dominannya ekspor atau impor. Ketika ekspor lebih dominan, apresiasi nilai tukar akan mengurangi daya saing pasar ekspor, dan pada gilirannya akan menurunkan harga saham domestik. Sebaliknya, jika impor lebih dominan, depresiasi nilai tukar akan menurunkan biaya impor, dan ini pada gilirannya akan meningkatkan harga saham domestik.

Penelitian ini juga selaras dengan beberapa peneliti terdahulu. Pertama, Beik dan Wardhana (2011) meneliti tentang Pasar Saham Syariah Indonesia, yaitu *Jakarta Islamic Index (JII)* dalam kaitannya dengan pasar saham Islam serta konvensional di Malaysia dan Amerika Serikat mulai tahun 2006 sampai dengan 2008. Metode yang digunakan yaitu *time series analysis of cointegration* dan *impulse response function*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ada hubungan jangka panjang antara pasar modal Indonesia dan Malaysia dan pasar AS. Dalam jangka pendek, JII secara

Nora Ria Retnasih: Analisis Kinerja Ekonomi Global.... [halaman] signifikan dipengaruhi oleh guncangan atau gangguan yang terjadi di pasar lain. Kedua, Sakti dan Harun (2013) meneliti tentang hubungan antara harga saham Islam dan variabel makroekonomi terhadap Indeks Islam Bursa Efek Jakarta mulai tahun 2000 sampai dengan 2010. Metode yang digunakan yaitu *time series techniques of co-integration and vector autoregression (VAR)*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ada hubungan antara harga saham syariah dan variabel ekonomi makro. Keseimbangan jangka panjang menunjukkan hubungan positif antara JII dan nilai tukar. Sedangkan inflasi menunjukkan hubungan negatif terhadap JII. Ketiga, Listyaningsih dan Krishnamurti (2015) meneliti kinerja saham-saham *Jakarta Islamic Index (JII)* dan menyelidiki apakah ada pengaruh etika (JII pembatasan seleksi) dan membandingkannya dengan saham non syariah. Periode penelitian 2005-2007 berisi JII dan non-JII dan 2008- 2012 berisi JII syariah dan non syariah berdasarkan sektor industri. Hasilnya tidak ada perbedaan kinerja antara JII dan saham non-JII. Oleh karena itu, hasil ini mendukung penelitian sebelumnya di mana tidak ada perbedaan yang signifikan antara syariah dan investasi konvensional. Keempat, Hasanah dan Panjawa (2016) meneliti efektivitas kebijakan moneter terhadap indeks saham studi kasus : *Jakarta Islamic Index 2006-2014*. Variabel yang diteliti yaitu inflasi, jumlah uang beredar, nilai tukar, dan *Birate*. Metode yang digunakan yaitu Regresi linier berganda dengan uji

chow dan pendekatan variabel dummy. Hasilnya, secara parsial birate dan nilai tukar berdampak negatif terhadap JII sebelum krisis 2008, sementara inflasi dan jumlah uang beredar tidak. Setelah krisis 2008, secara parsial variabel birate dan jumlah uang beredar secara signifikan memberikan pengaruh positif terhadap JII, sementara pada saat yang sama nilai tukar dan inflasi tidak berpengaruh signifikan. Kelima, Pantas (2017) meneliti tentang guncangan variabel makroekonomi terhadap *Jakarta Islamic Index* (JII) tahun 2011 sampai dengan 2016. Metode yang digunakan yaitu *Vector Error Correction Model (VECM)* dengan uji IRF dan FEVD. Hasil penelitian menunjukkan 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). Keenam, Oktaviani (2017) meneliti Index Harga Saham Islamic Internasional terhadap *Jakarta Islamic Index*. Data yang digunakan berbentuk harian mulai 1 Januari 2017 sampai 31 Maret 2017. Metode penelitian menggunakan *Structure Equation Model* dan analisis regresi berganda. Hasilnya, DJI-USA dan DJI-Malaysia memberikan pengaruh signifikan terhadap JII.

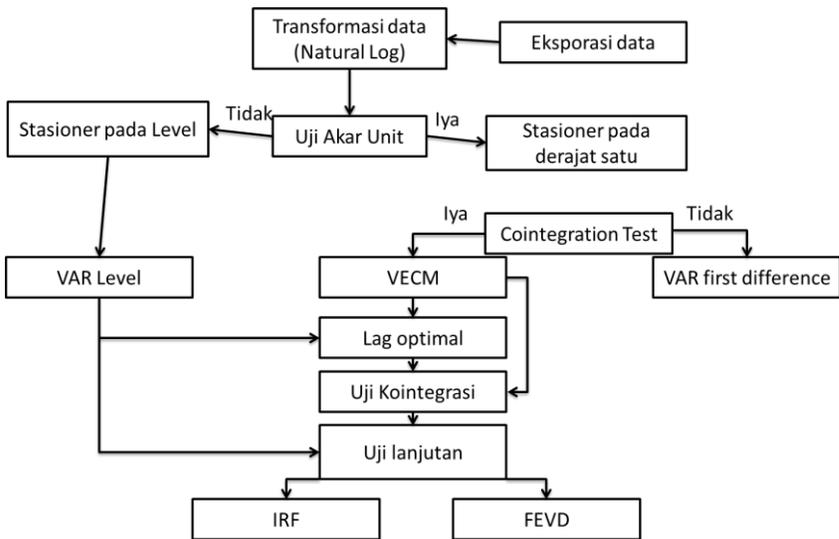
Nora Ria Retnasih: Analisis Kinerja Ekonomi Global.... [halaman]
Sedangkan variabel lain terbukti tidak berpengaruh terhadap JII.

METODE PENELITIAN

Analisis data dalam penelitian ini menggunakan metode *Vector Autoregressive* (VAR) atau *Vector Error Correction Model* (VECM). Menurut Christiano (2012) VAR digunakan untuk tiga tujuan: (1) perkiraan deret waktu ekonomi; (2) merancang dan mengevaluasi model ekonomi; (3) mengevaluasi konsekuensi dari tindakan kebijakan alternatif. Awokuse dan Bessler (2003) menambahkan VAR mampu menghasilkan fakta-fakta tentang urutan kausal variabel makroekonomi yang tampaknya kuat secara empiris. Sehingga, dapat dijadikan pemodelan kebijakan di masa mendatang berdasarkan data tersebut. Metode VECM menurut Widarjono (2009) merupakan bentuk VAR yang terestriksi. Spesifikasi VECM merestriksi hubungan perilaku jangka panjang antar variabel yang ada agar konvergen ke dalam hubungan kointegrasi namun tetap membiarkan perubahan-perubahan dinamis dalam jangka pendek.

Fitriany (2012) menyebutkan beberapa alat analisis yang digunakan dalam VAR yaitu *forecasting* dan *Impulse Response Functions* (IRF), *Forecast Error Decomposition of Variance* (FEDV). Stock dan Watson (2001) menjelaskan IRF digunakan untuk melacak respons nilai saat ini dan dimasa mendatang dari masing-masing variabel ke peningkatan satu

unit pada nilai saat ini dari salah satu kesalahan VAR, dengan asumsi bahwa kesalahan ini kembali ke nol pada periode berikutnya dan bahwa semua kesalahan lainnya sama dengan nol. Sedangkan FEDV merupakan persentase variasi kesalahan yang dibuat dalam meramalkan suatu variabel karena kejutan pada kurun waktu tertentu. Untuk menentukan alat analisis yang paling tepat, ada beberapa tahapan yang harus dilalui yang dipaparkan pada gambar 2 sebagai berikut.



Gambar 2. Proses Analisis (Antonio dkk, 2013)

Transformasi data dilakukan dengan cara mengubah jenis data yang berbeda ke dalam bentuk *natural log* agar selaras dengan data lainnya yang berbentuk persentase. Variabel yang ditransformasikan yaitu DJI, JII, dan Kurs.

Nora Ria Retnasih: Analisis Kinerja Ekonomi Global.... [halaman] Selanjutnya, metode VAR dipilih ketika hasil dari uji akar unit menunjukkan bahwa data stasioner pada derajat level sehingga disebut VAR level. VAR *first difference* digunakan manakala data tidak stasioner pada derajat level sehingga dilakukan diferensi data agar menjadi stasioner pada derajat satu, serta pada saat dilakukan uji Johanson tidak terjadi kointegrasi antar variabel. Sedangkan, metode VECM dipilih manakala data tidak stasioner pada derajat level dan dilakukan diferensi sehingga menjadi stasioner pada derajat satu, serta terjadi kointegrasi pada saat dilakukan uji Johanson. Spesifikasi model VAR/VECM adalah sebagai berikut.

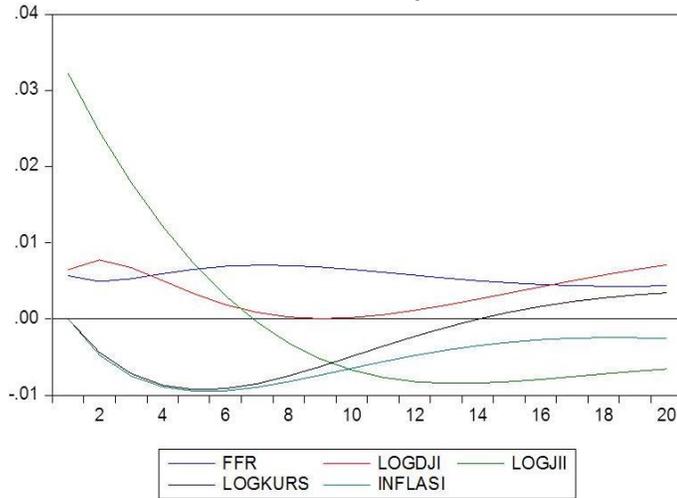
$$\begin{aligned}
 \Delta \text{FFR}_t &= \alpha_1 + \alpha_{\text{FFR}} \hat{e}_{t-1} + \sum_{j=1}^n \alpha_{11} \Delta \text{FFR}_{t-j} + \sum_{j=1}^n \alpha_{12} \Delta \text{DJI}_{t-j} + \\
 &\sum_{j=1}^n \alpha_{13} \Delta \text{JII}_{t-j} + \sum_{j=1}^n \alpha_{14} \Delta \text{KURS}_{t-j} + \sum_{j=1}^n \alpha_{15} \Delta \text{INF}_{t-j} + \varepsilon_{\text{FFR}}. \\
 \Delta \text{DJI}_t &= \alpha_2 + \alpha_{\text{DJI}} \hat{e}_{t-1} + \sum_{j=1}^n \alpha_{21} \Delta \text{DJI}_{t-j} + \sum_{j=1}^n \alpha_{22} \Delta \text{FFR}_{t-j} + \sum_{j=1}^n \alpha_{23} \\
 &\Delta \text{JII}_{t-j} + \sum_{j=1}^n \alpha_{24} \Delta \text{KURS}_{t-j} + \sum_{j=1}^n \alpha_{25} \Delta \text{INF}_{t-j} + \varepsilon_{\text{DJI}} \\
 \Delta \text{JII}_t &= \alpha_3 + \alpha_{\text{JII}} \hat{e}_{t-1} + \sum_{j=1}^n \alpha_{31} \Delta \text{JII}_{t-j} + \sum_{j=1}^n \alpha_{32} \Delta \text{FFR}_{t-j} + \sum_{j=1}^n \alpha_{33} \\
 &\Delta \text{DJI}_{t-j} + \sum_{j=1}^n \alpha_{34} \Delta \text{KURS}_{t-j} + \sum_{j=1}^n \alpha_{35} \Delta \text{INF}_{t-j} + \varepsilon_{\text{JII}} \\
 \Delta \text{KURS}_t &= \alpha_4 + \alpha_{\text{KURS}} \hat{e}_{t-1} + \sum_{j=1}^n \alpha_{41} \Delta \text{KURS}_{t-j} + \sum_{j=1}^n \alpha_{42} \Delta \text{FFR}_{t-j} + \\
 &\sum_{j=1}^n \alpha_{43} \Delta \text{DJI}_{t-j} + \sum_{j=1}^n \alpha_{44} \Delta \text{JII}_{t-j} + \sum_{j=1}^n \alpha_{45} \Delta \text{INF}_{t-j} + \varepsilon_{\text{KURS}} \\
 \Delta \text{INF}_t &= \alpha_5 + \alpha_{\text{INF}} \hat{e}_{t-1} + \sum_{j=1}^n \alpha_{51} \Delta \text{INF}_{t-j} + \sum_{j=1}^n \alpha_{52} \Delta \text{FFR}_{t-j} + \sum_{j=1}^n \alpha_{53} \\
 &\Delta \text{DJI}_{t-j} + \sum_{j=1}^n \alpha_{54} \Delta \text{JII}_{t-j} + \sum_{j=1}^n \alpha_{55} \Delta \text{KURS}_{t-j} + \varepsilon_{\text{INF}}
 \end{aligned}$$

HASIL PENELITIAN

Hasil uji akar unit menunjukkan bahwa data stasioner pada derajat satu. Selain itu, besaran *lag optimal* dalam penelitian ini menggunakan lag 1 sesuai rekomendasi Uji *Lag Order Selection Criteria* dan dengan pertimbangan bahwa *lag* yang semakin besar dapat menghilangkan banyak data yang diteliti. Selanjutnya, dalam uji Johanson yang dilakukan menunjukkan hasil bahwa antar variabel tidak terjadi hubungan kointegrasi, sehingga metode terbaik dalam meneliti hubungan antar variabel yaitu menggunakan VAR.

Impulse Response Function

Uji IRF dalam penelitian ini bertujuan untuk melihat respon JII terhadap perubahan nilai pada FFR, DJI, Nilai Tukar, dan Inflasi. Hasil uji IRF secara keseluruhan dapat dilihat pada gambar 3 di bawah ini.



Gambar 3. Hasil Uji IRF variabel JII dengan software E-views 9

Gambar 3 di atas menjelaskan bahwa guncangan terhadap variabel global maupun domestik direspon oleh JII baik dalam jangka pendek maupun panjang. Pertama, variabel FFR. Secara keseluruhan respon JII terhadap FFR cenderung sangat kecil dan stabil. Dari periode ke-1 sampai ke-20, nilai responnya cenderung di bawah 1 persen. Respon tertinggi terjadi pada periode ke-7 sebesar 0.007 persen, sisanya terus stabil pada kisaran 0.004 persen dalam jangka panjang. Penelitian ini selaras dengan Gu (2013) Putri dkk (2017) dan Ekanayake dkk (2008). Secara teori, menurut Ekanayake (2008) kenaikan tingkat suku bunga berdampak pada penurunan nilai saham, begitupula sebaliknya. Perubahan FFR memiliki dampak signifikan terhadap tingkat bunga negara lain dalam sistem keuangan. Ketika terjadi perubahan tingkat suku bunga, maka harga surat berharga juga akan berubah semisal obligasi. Karena penerbitan

kupon obligasi cenderung mencerminkan suku bunga yang berlaku, sehingga harganya bergerak terbalik dengan arah suku bunga. Pasar saham, dalam persaingan dengan pasar obligasi juga dipengaruhi oleh perubahan suku bunga. Ketika investor menjual saham untuk pindah ke obligasi, maka harga saham cenderung turun. Sebaliknya, kenaikan suku bunga membuat sektor bisnis cenderung lebih mahal untuk meminjam uang. Pada gilirannya, merugikan laba perusahaan. Harga saham cenderung menurun ketika investor mengantisipasi bahwa laba perusahaan akan turun. Sebaliknya, saat suku bunga turun, saham menjadi relatif lebih menarik. Namun, hasil uji IRF menunjukkan hubungan yang bertolak belakang dari teori dikarenakan JII merespon positif setiap guncangan FFR baik dalam jangka pendek maupun panjang. Setiap kali terjadi perubahan dalam FFR, pemerintah Indonesia cenderung bersikap reaktif dengan melakukan perubahan pula pada tingkat suku bunga dalam negeri untuk mencegah terjadinya *capital out flow*.

Kedua, variabel DJI. Sepanjang periode nilai respon JII terhadap saham global ini cenderung berubah-ubah, tetapi dengan nilai kecil di bawah 1 persen sama seperti FFR. Dalam jangka pendek maupun panjang, respon terhadap guncangan DJI cenderung berada pada nilai 0.006 persen. Kondisi keseimbangan terjadi pada jangka menengah, dimana pada periode ke-10 pasca guncangan nilainya

Nora Ria Retnasih: Analisis Kinerja Ekonomi Global... [halaman] 0.0001 persen. Semakin mendekati nilai nol, mengindikasikan bahwa JII dapat menetralkan pengaruh yang diberikan oleh variabel global tersebut. Penelitian ini menunjukkan hasil yang sesuai dengan Beik dan Wardhana (2011), Antonio dkk (2013), dan Nezky (2013). Saham merupakan instrument yang paling tidak stabil dan dapat berubah dalam hitungan jam. Antonio dkk (2013) memaparkan bahwa menguatnya DJI mengindikasikan membaiknya kinerja perekonomian AS. Pertumbuhan ekonomi AS memberi dampak signifikan pada perekonomian Indonesia melalui ekspor maupun aliran modal masuk baik dari investasi langsung maupun melalui pasar modal. Respon JII cenderung positif setiap terjadi perubahan dalam DJI, selain itu hubungan keduanya juga sangat kecil nilainya. Hal ini dapat dimaknai dari sudut pandang investor di antara kedua indeks tersebut. Dalam berinvestasi di JII, perspektif investor yang cenderung lebih memilih menggunakan prinsip syariah menjadi salah satu faktor khusus dalam transaksi saham syariah selain pertimbangan *return* yang akan diperoleh.

Ketiga, variabel nilai tukar atau kurs. Hasil IRF menunjukkan variabel tersebut tidak memberi pengaruh apapun pada JII pada periode ke-1 pasca guncangan. Pada periode ke-2 respon JII sebesar -0.004 persen, artinya guncangan ini memberikan dampak negatif signifikan dalam jangka pendek, karena nilai negatif ini terus

berlangsung sampai periode ke-14. Setelahnya, respon berubah positif sampai periode akhir dengan nilai 0.003 persen. Kondisi keseimbangan dengan respon paling kecil mendekati nol terjadi pada periode ke-15 sebesar 0.0008 persen. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Putri dkk (2017), Sakti dan Harun (2013), Pratama dkk (2018), dan Oktaviani (2017). Nilai negatif dari guncangan tersebut yaitu setiap terjadi kenaikan dalam nilai tukar maka nilai JII akan menurun, begitupula sebaliknya. Putri dkk (2017) menyatakan peningkatan FFR yang tidak segera direspon pemangku kebijakan moneter dalam negeri dapat berimbas pada terjadinya *capital outflow* dari Indonesia. Kondisi ini menyebabkan nilai Rupiah akan terdepresiasi dari AS. Perusahaan yang cenderung mengimpor akan mengalami penurunan laba karena peningkatan biaya produktivitas. Oleh karena itu investor akan menjual saham perusahaan itu dan mengemukakan penurunan harga saham di pasar saham Indonesia. Namun, dalam jangka panjang guncangan nilai tukar justru direspon secara positif oleh JII. Hal ini dijelaskan oleh Sakti dan Harun (2013); Pantas (2017); maupun Pratama dkk (2018) bahwa secara teoritis, depresiasi mata uang mungkin memiliki hubungan positif atau negatif dengan harga saham tergantung pada sifat ekonomi. Dalam konteks ekonomi ekspor neto, depresiasi

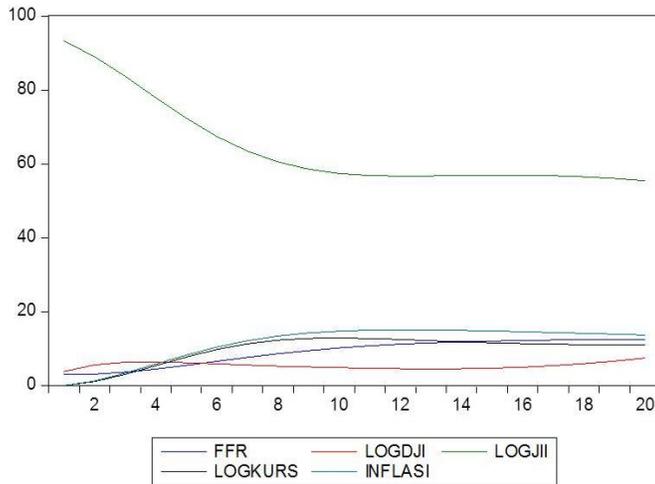
Nora Ria Retnasih: Analisis Kinerja Ekonomi Global.... [halaman] mata uang mengarah pada peningkatan ekspor neto karena produk domestik menjadi lebih murah di pasar dunia. Dengan demikian, peningkatan profitabilitas perusahaan akan tercermin dalam nilai saham, khususnya pada saham perusahaan yang tergabung di JII.

Keempat, variabel inflasi. Sama seperti variabel nilai tukar, guncangan pada inflasi tidak memberi dampak apapun pada JII di periode ke-1. Pengaruhnya terjadi mulai dari periode ke-2 sebesar -0.004 persen. Sepanjang periode guncangan memberi dampak negatif pada JII atau setiap guncangan terjadi, mengakibatkan penurunan pada nilai JII. Respon tertinggi terjadi dalam jangka pendek sebesar -0.009 persen pada periode ke-5. Hubungan negatif antar dua variabel dimaksudkan bahwa setiap terjadi guncangan (kenaikan) pada nilai inflasi, maka JII akan merespon dengan penurunan nilai. Hasil ini memiliki kesamaan dengan Sakti dkk (2013), Pantas (2017), dan Rusbariand dkk (2012). Sakti dan Harun (2013) menjelaskan ketika inflasi lebih tinggi maka perekonomian akan mengalami ketidakstabilan. Hal ini bisa berdampak pada penurunan harga saham dikarenakan ketidakstabilan ekonomi akan menurunkan kinerja perusahaan. Ketika harga saham syariah rendah, perusahaan enggan memanfaatkan pasar modal. Kecuali jika keuangan bank dapat menggantikan pasar modal secara memadai, investasi perusahaan mungkin akan terpukul dan produksi akan menurun. Hasanah dan

Panjawa (2016) menambahkan bahwa inflasi mengacu pada kenaikan harga yang berkelanjutan. Ini terjadi sebagai akibat dari kelebihan likuiditas, jumlah uang beredar, dan nilai tukar yang dipengaruhi oleh Bank Sentral, sebagai alat negara dalam mengendalikan kebijakan moneter. Selain itu, ini terjadi karena permintaan total berlebih yang dipengaruhi oleh peningkatan jumlah likuiditas di pasar. maka permintaan berlebih mempengaruhi perubahan harga. Dengan kata lain, jika inflasi meningkat, maka pendapatan dan biaya perusahaan juga meningkat. Namun, jika kenaikan biaya produksi lebih tinggi dari pendapatan, maka profitabilitas akan menurun yang berdampak pada deviden yang diterima oleh pemegang saham

Forecast Error Decomposition of Variance

Uji FEDV memberikan gambaran tentang bagaimana suatu variabel mempengaruhi pembentukan nilai dari variabel lainnya pada periode waktu penelitian. Pengaruh ini sifatnya dinamis sehingga terus berfluktuasi selaras dengan perubahan kondisi variabel yang mempengaruhinya. Hasil uji FEDV adalah sebagai berikut.



Gambar 4. Hasil Uji FEDV variabel JII dengan software E-views 9

Uji FEDV menunjukkan bahwa keempat variabel memiliki kontribusi dengan nilai yang tidak jauh berbeda satu sama lain dalam pembentukan variabel JII. Hal ini cukup untuk membuktikan selain dari kinerja internal perusahaan, kondisi ekonomi Negara juga mampu menaikkan turunkan nilai JII dari sisi eksternal perusahaan. Sejak periode pertama, JII tidak hanya dibentuk oleh variabel itu sendiri, melainkan juga oleh FFR, DJI, nilai tukar, dan inflasi. Kontribusi variabel JII sendiri mencapai kisaran 93 persen dan terus menurun seiring dengan meningkatnya kontribusi variabel lainnya sepanjang penelitian. Hasil ini juga selaras dengan beberapa peneliti terdahulu yaitu Sakti dan Harun (2013). Antonio dkk (2013), Pantas (2017), dan Putri dkk (2017).

Variabel FFR memiliki kontribusi dalam pembentukan nilai dari JII sebesar 2.9 persen di awal periode. Dalam jangka pendek kontribusinya cenderung kecil hanya mencapai 5.4 persen pada periode ke-5. Sedangkan pada jangka panjang kontribusinya mencapai 12.4 persen dan merupakan kontribusi tertinggi sepanjang periode. Selanjutnya, Variabel DJI memberikan kontribusi paling kecil yaitu di bawah 10 persen di antara seluruh variabel. Periode ke-1 kontribusinya sebesar 3.7 persen dan terus meningkat sampai periode ke-5 sebesar 6.1 persen. Dalam jangka menengah cenderung turun menjadi 4 persen, namun kembali meningkat mencapai 7.4 persen di akhir periode. Di sisi lain, dari dalam negeri variabel nilai tukar dan inflasi sama-sama berkontribusi pada JII sejak periode ke-2 dan cenderung dalam nilai yang hampir sama. Nilai tukar berkontribusi sebesar 1 persen di periode ke-2, dan terus meningkat sampai akhir periode sebesar 10 persen. Kontribusi terbesar terjadi pada periode ke-10 dengan nilai 12 persen. Sedangkan, kontribusi inflasi pada periode ke-2 sebesar 1 persen dan meningkat hingga mencapai 13 persen di akhir periode. Pada jangka menengah kontribusinya cukup besar mencapai 14 persen dalam pembentukan nilai JII.

KESIMPULAN

Hadirnya *Jakarta Islamic Index* (JII) memberikan sisi positif bagi berbagai pihak karena dapat menjadi alternatif investasi bagi para pemodal dan perolehan dana untuk operasional perusahaan yang tergabung di bursa. Namun, kinerja saham sangat mudah berfluktuasi setiap detiknya karena berbagai faktor baik internal maupun eksternal perusahaan. Hasil uji *Impulse Response Function* (IRF) menunjukkan bahwa JII merespon secara positif setiap kali terjadi guncangan pada variabel global yaitu *Federal Fund Rate* (FFR), dan *Dow Jones Index* (DJI), artinya setiap kali terjadi kenaikan dalam FFR maupun DJI maka JII akan mengalami peningkatan pula. Respon positif terhadap FFR terjadi manakala pemerintah bersikap siaga dengan turut merubah tingkat suku bunganya. Sedangkan, respon positif pada DJI dikarenakan integrasi ekonomi kedua negara. Dari dalam negeri, nilai tukar dan inflasi cenderung direspon negatif oleh JII. Tingginya nilai tukar (depresiasi) dan inflasi mengindikasikan buruknya kondisi ekonomi sebuah negara, jika hal ini tidak segera diatasi maka laba perusahaan akan turun, kemudian *volume* pembelian sahamnya juga turut turun. Di sisi lain, hasil uji *Forecast Error Decomposition of Variance* (FEDV) menunjukkan besarnya kontribusi variabel domestik dibandingkan variabel global terhadap JII selama 20 periode ke depan. Stabilitas makroekonomi dalam negeri

berpengaruh cukup besar terhadap pergerakan JII dibandingkan kontribusi FFR dan DJI.

Hasil penelitian tersebut dapat menjadi acuan bagi beberapa pihak. Pertama, perusahaan yang tergabung dalam JII, agar juga mempertimbangkan kondisi perekonomian sebuah negara dalam menjaga ritme kinerjanya agar tetap optimal sehingga nilai sahamnya terus meningkat. Kedua, bagi investor, agar menjadi pertimbangan penting sebelum menanamkan modalnya sehingga dapat meminimalkan resiko kerugian yang mungkin akan terjadi. Ketiga, bagi pemerintah agar mengambil langkah yang lebih penting dalam mempromosikan JII khususnya dan pasar keuangan Islam Indonesia secara umum sebagai gerbang investasi bagi para investor. Berbagai inovasi produk dan kebijakan yang mendukung pengembangan keuangan Islam harus menjadi agenda utama para pembuat kebijakan negara.

DAFTAR PUSTAKA

- Adam P., Ambo W. N., Abd Aziz M. (2017). "Foreign Interest Rate and the Islamic Stock Market Integration between Indonesia and Malaysia". *Iran. Econ. Rev. Vol 21 No 3*.
- Antonio, M.S., Hafidhoh, Fauzi H. (2013). "The Islamic Capital Market Volatility: A Comparative Study between in

Nora Ria Retnasih: Analisis Kinerja Ekonomi Global.... [halaman] Indonesia and Malaysia". *Buletin Ekonomi dan Perbankan April 2013*.

Awokuse, Titus O. dan David A. Bessler. (2003). "Vector Autoregressions, Policy Analysis, and Directed Acyclic Graphs: An Application to The U.S. Economy". *Journall of Appiied Economics Vol 6 No 1*.

Bank Indonesia. (2018). www.bi.go.id

Beik, I.S. dan Wisnu Wardhana. (2011). "The Relationship between Jakarta Islamic Index and Other Selected Markets: Evidence from Impulse Response Function". *Majalah Ekonomi XXI No. 2*.

Christiano, Lawrence J. (2012). "Christopher A. Sims and Vector Autoregressions". *The Scandinavian Journal of Economics 114(4) 1082-1104*.

Ekanayake, E.M., Robin R., Mihalish H. (2008). "Effect of Federal Funds Target Rate Changes on Stock Prices". *The International Journal of Business and Finance Research Vol 2 No 1*.

Federal Reserve Bank of St. Louis. (2018). <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>

Fitriany. (2012). "Analisa Pengaruh Krisis Global Finansial terhaddap Jakarta Islamic Index (JII) dan Index Harga Saham Gabungan (IHSG)". *Jurnal Ekonomi dan Keuangan Islam Vol 2 No 1*.

Gu, Anthony Yanxiang. (2013). "Unstable Rellationship Between The Fed's Monetary Policy Actions and The

U.S. Stock Market". *Journal of Economics and Economic Education Research* Voll 14 No 3.

Hasanah, L.L.N.E. dan J. L. Panjawa. (2016). "The Effectiveness of Monetary Policy Towards Stock Index Case Study: Jakarta Islamic Index 2006-2014". *Jurnal Ekonomi Pembangunan* Vol 17 No. 1.

Listyaningsih, Erna dan Chandrasekhar Krishnamurti. (2015). "How Performance of Jakarta Islamic Index (JII) Stocks Relative to Other Stocks?". *Jurnal Dinamika Manajemen* Vol 6 No 2 ISSN: 2337:5434.

Majid, M. Shabri Abd. (2018). "Assessing Volatilities of Monetary Policy and Their Effects on the Islamic and Conventional Stock Markets in Indonesia". *Signifikan: Jurnal Ilmu Ekonomi* Vol 7(2) E-ISSN: 2476-9223.

Nezky, Mita. (2013). "Pengaruh Krisis Ekonomi Amerika Serikat terhadap Bursa Saham dan Perdagangan Indonesia". *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan* April 2013.

Oktaviani, Retno Fuji. (2017). "Index Harga Saham Islamic Internasional terhadap Jakarta Islamic Index". *Jurnal Ekonomika dan Manajemen* Vol 6 No 1 ISSN 2252-6226.

Pantas, Pribawa E. (2017). "Guncangan Variabel Makroekonomi Terhadap Jakarta Islamic Index (JII)". *Cakrawala: Jurnal Studi Islam* Vol XII No. 1.

- Nora Ria Retnasih:** Analisis Kinerja Ekonomi Global.... [halaman] Pratama, yoghi Citra and Abdul Azzis. (2018). "Macroeconomic Variables, International Islamic Indices, and The Return Volatility in Jakarta Islamic Index". *Al Iqtishad: Jurnal of Islamic Economics Vol 10 No 1 E-ISSN: 2407-8654*.
- Stock, James H dan Mark W. Watson. (2001). "Vector Autoregressions". *Journal of Economic Perspectives Vol 15 No 4*.
- Sunaryati. (2010). "Dampak Krisis Finansial Global terhadap Perekonomian Indonesia". *Sosio Religia Vol 9 No 3*.
- Supadi, D. B. P. dan M. N. Amin. (2012). "Pengaruh Fundamenta dan Risiko Sistematis terhadap Return Saham Syariah". *Media Riset Akuntansi, Auditing, dan Informasi Vol 12 No.1*.
- Widarjono, Agus. (2009). *Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya*. Yogyakarta:EKONISIA Fakultas Ekonomi UII.
- Yahoo Finance. (2018). <https://finance.yahoo.com/>

LAMPIRAN

Lampiran 1. Hasil Uji Stasioneritas

Variabel	Level			1st Difference		
	t-statistic	critical value	Prob.*	t-statistic	critical value	Prob.*
FFR	0.40633 9	3.50850 8	0.984 5	4.79398 6	3.51074 0	0.001 8
DJI	0.85664 9	3.50850 8	0.952 4	6.27284 3	3.51307 5	0.000 0
JII	1.89476 2	3.50850 8	0.641 4	6.37276 9	3.51074 0	0.000 0
Kurs	1.69036 4	3.50850 8	0.739 9	7.63153 5	3.51074 0	0.000 0
Inflasi	3.01725 5	3.51074 0	0.138 8	5.11700 8	3.51074 0	0.000 7

Sumber : Hasil Estimasi dengan Eviews 9 (data diolah)

Lampiran 2. Lag Order Selection Criteria

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	135.4808	NA	1.59e-09	-6.068874	-5.864083	-5.993353
					13.23151	14.00713
1	340.8955	353.5044	3.64e-13	-14.46026	*	*
2	359.4125	27.56013	5.17e-13	-14.15872	-11.90602	-13.32799
3	388.7037	36.78430	4.82e-13	-14.35831	-11.08166	-13.14998
		42.2192	2.96e-			
4	429.9634	6*	13*	-15.11458	-10.81397	-13.52865
5	464.9608	27.67235	3.07e-13	-	-10.25501	-13.61604

Sumber : Hasil Estimasi dengan Eviews 9 (data diolah)

Lampiran 3. Penentuan Lag dengan Adjust. R Squared

Adjust. R Squared					
La	0.98974	0.94193	0.80767	0.88206	0.82486
g 1	2	6	9	4	1
La	0.99183	0.95119	0.85261	0.86499	0.79907
g 4	2	3	0	7	0

Sumber : Hasil Estimasi dengan Eviews 9 (data diolah)

Lampiran 4. Hasil Uji Kointegrasi

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized	Trace	0.05		
ed			Critical	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Value	Prob.**
None	0.436524	64.12059	69.81889	0.1309
At most 1	0.249158	37.73357	47.85613	0.3138
At most 2	0.217082	24.55182	29.79707	0.1781
At most 3	0.176419	13.29439	15.49471	0.1044
At most 4 *	0.090549	4.366067	3.841466	0.0367

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized	Max-Eigen	0.05		
ed			Critical	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Value	Prob.**
None	0.436524	26.38702	33.87687	0.2976
At most 1	0.249158	13.18174	27.58434	0.8747
At most 2	0.217082	11.25743	21.13162	0.6216
At most 3	0.176419	8.928322	14.26460	0.2922

At most 4 * 0.090549 4.366067 3.841466 0.0367

Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Sumber: Hasil Estimasi dengan Eviews 9 (data diolah)

Lampiran 5. Impulse Response Funtion

Perio d	FFR	LOGDJI	LOGJII	LOGKURS	INFLASI
1	0.005695	0.006496	0.032273	0.000000	0.000000
2	0.004944	0.007759	0.024591	-0.004385	-0.004733
3	0.005306	0.006777	0.017979	-0.007154	-0.007482
4	0.005961	0.005060	0.012218	-0.008689	-0.008925
5	0.006546	0.003326	0.007244	-0.009274	-0.009478
6	0.006929	0.001893	0.003041	-0.009141	-0.009419
7	0.007084	0.000874	-0.000409	-0.008487	-0.008952
8	0.007036	0.000282	-0.003141	-0.007477	-0.008229
9	0.006832	7.61E-05	-0.005213	-0.006250	-0.007370
10	0.006520	0.000196	-0.006695	-0.004919	-0.006465
11	0.006148	0.000573	-0.007671	-0.003573	-0.005584
12	0.005757	0.001141	-0.008229	-0.002280	-0.004775
13	0.005380	0.001839	-0.008455	-0.001086	-0.004070
14	0.005042	0.002615	-0.008433	-2.21E-05	-0.003489
15	0.004759	0.003426	-0.008236	0.000897	-0.003039
16	0.004542	0.004239	-0.007932	0.001668	-0.002720
17	0.004398	0.005030	-0.007574	0.002295	-0.002524
18	0.004326	0.005783	-0.007209	0.002789	-0.002440
19	0.004323	0.006489	-0.006869	0.003167	-0.002454
20	0.004386	0.007144	-0.006580	0.003445	-0.002552

Cholesky Ordering: FFR LOGDJI LOGJII LOGKURS INFLASI

Sumber: Hasil Estimasi dengan Eviews 9 (data diolah)