

TINJAUAN FLUKTUASI INDEKS SAHAM SYARIAH INDONESIA (ISSI) PRESPEKTIF MAKRO EKONOMI

Nunuk Khomariyah

Universitas Sunan Kalijaga Yogyakarta, nunukqomariyah1507@gmail.com

ABSTRAK

Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) merupakan sebuah indeks saham syariah yang tergolong baru di Indonesia. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui terjadinya hubungan antara ISSI, Inflasi, Kurs dan *BI Rate* selama sepuluh periode baik respon *shock* ataupun persentase kontribusi. Jenis penelitian ini adalah kuantitatif dengan menggunakan data sekunder berupa *Time Series* dalam bentuk bulanan terhitung sejak bulan Juni 2011 hingga bulan Oktober 2020 dan metode analisis *VAR In Difference*. Hasil penelitian ini menunjukkan tidak terjadi hubungan jangka panjang antar variabel. Selain itu terdapat respon gonjangan positif antara ISSI, Kurs dan *BI Rate* dan terjadi respon negatif ISSI terhadap Inflasi selama sepuluh periode. Kemudian terjadi kontribusi antara sesama variabel sejak periode kedua hingga kesepuluh. Namun antar sesama variabel tidak terjadi hubungan dua arah namun yang terjadi hanya satu arah yaitu variabel Inflasi terhadap ISSI dan ISSI terhadap Kurs.

Kata kunci: ISSI, Inflasi, *BI Rate*, Kurs dan *VAR in difference*

ABSTRACT

Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) is a component of syaria shareholding which categorize as new item in Indonesia. This research has a goals to point out the relation between ISSI, inflation, exchange rate and BI Rate for decades period in terms of shock or margin contribution. This type of research is quantitative using secondary data in the form of Time Series in monthly form from June 2011 to October 2020 and the VAR in Difference analysis method. The result showed there was no connection between long term relationship of each variabel indeed. Furthermore there is shock positive response between ISSI, exchange rate and BI Rate and there is also negative response of ISSI against inflation during ten years of periode. Then the contribution between each variabel happened since second period to the last period. However, there is no two-way relationship between variables, but there is only one direction, namely the inflation variable towards the ISSI and the ISSI against the exchange rate.

Keywords: ISSI, Inflasi, *BI Rate*, Kurs and *VAR in difference*

Naskah diterima : 12-02-2021, Naskah dipublikasikan : 30-04-2021

PENDAHULUAN

Indonesia merupakan salah satu Negara yang mayoritas penduduknya seorang muslim dan didunia merupakan pasar yang besar untuk mengembangkan industri keuangan syariah. Hasil riset sebelumnya mengenai perkembangan saham syariah di Indonesia dan pengaruhnya terhadap faktor-faktor makro ekonomi. Investasi syariah dalam pasar modal memiliki peran penting untuk mengembangkan pangsa pasar keuangan syariah di Indonesia. Salah satu yang menjadi alat ukur kinerja pasar modal syariah adalah Jakarta Islamic Indeks (JII).

Jakarta Islamic Indeks merupakan indeks saham syariah tertua di Indonesia yang kini berusia kurang lebih 20 tahun di BEI. Dari indeks ini dapat melihat perkembangan syariah di Indonesia, berdasarkan data OJK kapitalisasi pasar JII sebesar Rp74 miliar pada tahun 2000, pada bulan September tahun 2020 kapitalisasi pasar JII mencapai Rp 1,83 triliun dengan demikian dapat dikatakan perubahan yang sangat signifikan. Konstituen JII hanya terdiri dari 30 saham syariah yang paling likud di BEI.

Perkembangan pasar modal syariah di Indonesia saat ini semakin semarak dengan lahirnya Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) yang diterbitkan oleh Bapepam-LK dan Dewan Syariah Nasional dalam fatwa No. 80/DSN-MUI/III/2011 disebutkan bahwa investasi saham dianggap sesuai syariah apabila hanya melakukan jual-beli saham syariah. ISSI merupakan indikator dari kinerja pasar saham syariah Indonesia. Indeks pergerakan saham syariah Indonesia mengalami perubahan yang signifikan tentunya hal tersebut mengalami dipengaruhi oleh beberapa faktor. Berdasarkan teori *Arbitrage pricing Theory* ekspektasi return suatu sekuritas akan dipengaruhi oleh beberapa faktor risiko dimana faktor risiko akan menunjukkan kondisi perekonomian secara umum (makro ekonomi) dan bukan mengenai ciri khas perusahaan saja (Bassar, 2019). Menurut Syahrir (1995) terdapat faktor-faktor penting yang mampu mempengaruhi perkembangan indeks syariah yaitu oleh beberapa variabel makro ekonomi dan moneter seperti sertifikat bank Indonesia, inflasi, jumlah uang beredar, nilai tukar dan masih banyak lainnya. Dalam penelitian ini variabel makro ekonomi yang digunakan adalah tingkat inflasi, Kurs, *BI Rate* dan Pertumbuhan ekonomi. Beberapa variabel tersebut diperkirakan akan berpengaruh secara signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia dalam jangka panjang dan jangka pendek.

Inflasi merupakan suatu kondisi dimana peningkatan harga – harga barang secara umum dan terus menerus yang terjadi secara luas (Miskhin 2001). Inflasi dapat memiliki pengaruh positif ataupun negatif, seperti halnya pada penelitian Rakasetya (2013) inflasi secara signifikan berpengaruh positif terhadap harga saham. Tetapi pada penelitian Richo et al. (2019) faktor ekonomi makro (inflasi) secara signifikan tidak berpengaruh terhadap harga saham. Tingkat inflasi di Indonesia yang fluktuatif tidak menutup kemungkinan mempengaruhi harga saham.

Nilai tukar merupakan salah satu faktor makro yang mampu mempengaruhi perubahan harga saham. Kurs atau nilai tukar merupakan perbandingan nilai atau harga dua mata uang diantara keduanya. Dalam penelitian Yunita et al. (2018) hasil uji *cross-loading* diketahui bahwa indikator tingkat suku bunga memiliki pengaruh paling besar terhadap *return* saham. Namun pada penelitian Purnamasari (2016) faktor ekonomi makro nilai tukar secara parsial tidak berpengaruh secara signifikan. Kemudian pada penelitian Aisyah dan Khoiroh (2015) kurs secara signifikan berpengaruh negatif terhadap indeks saham syariah Indonesia (ISSI). Hal tersebut menunjukkan nilai tukar sangat mempengaruhi indeks harga saham.

Selain itu terdapat faktor makro ekonomi lainnya yang mempengaruhi Indeks Saham Syariah Indonesia yaitu *BI Rate*. *BI Rate* merupakan suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap kebijakan moneter yang ditetapkan oleh Bank Indonesia. Menurut Ambarini (2015) besar kecilnya tingkat bunga pinjaman ataupun simpanan sangat dipengaruhi oleh tingkat bunga pinjaman maupun simpanan itu sendiri selain itu terdapat faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi tingkat bunga. Pada penelitian Widyasa dan Worokinasih (2018) tingkat suku bunga domestik secara signifikan berpengaruh negatif terhadap ISSI, hal ini menunjukkan hubungan tidak searah atau berlawanan, dapat diartikan bahwa investor saham mencermati pergerakan nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika untuk membuat keputusan investasi. Dari perbedaan – perbedaan temuan dan metode analisis yang berbeda penelitian ini bertujuan untuk melakukan prediksi terjadinya gonjangan dan pengaruh faktor makro ekonomi terhadap ISSI dengan menggunakan metode analisis *Vector Autoregression* (VAR). selain itu metode analisis yang digunakan oleh peneliti berasumsi bahwa semua faktor ekonomi saling berkaitan antar sesama.

Indeks Saham Syariah Indonesia merupakan sebuah indeks yang masih tergolong baru dan saat ini masih dalam tahap perkembangan. Namun OJK mencatat jumlah investor saham syariah mencapai 80.000 investor yang sebelumnya sebanyak 12.000 investor, artinya jumlah investor pada ISSI mengalami penurunan setiap tahunnya. Dengan adanya fenomena tersebut bagaimana perkembangan ISSI dimasa yang akan datang, hal apakah yang akan mempengaruhi perkembangannya. Dengan

demikian pemerintah harus mendukung adanya perkembangan saham syariah di Indonesia mengingat warga negara mayoritas memeluk agama islam.

Berdasarkan pemaparan factor makro ekonomi yang mempengaruhi terjadinya perubahan Indeks Saham Syariah Indonesia, peneliti tertarik untuk meneliti pengaruhnya faktor makro ekonomi yang terdiri dari inflasi, kurs, dan *BI Rate* terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia dalam jangka panjang dan jangka pendek. Adapun tujuan dari adanya penelitian ini untuk mengetahui perkembangan ISSI dimasa yang akan datang serta faktor makro apa saja yang akan mempengaruhi perkembangannya. Pada penelitian ini menggunakan data bulanan sejak awal hadirnya ISSI hingga bulan Oktober 2020 dimana hadirnya pandemi Covid-19 yang membuat ISSI mengalami penurunan.

Kontribusi yang diharapkan oleh peneliti pada temuan in adalah pertama memberikan pengetahuan mengenai ISSI selaku indeks saham syariah yang masih tergolong baru di Indonesia. Kedua memberikan informasi kepada investor dalam periode sepuluh tahun yang akan datang baik persentase pengaruhnya ataupun gonjangan yang terjadi pada variabel makro ekonomi. Ketiga dapat dijadikan acuan dalam meentukan ataupun membuat keputusan aturan – aturan untuk emiten baik di Indonesia ataupun Negara lain. Keempat riset ini diharapkan akan memberikan sumbangan pemikiran ataupun referensi bidang lain khususnya pada bidang saham dan portofolio.

KAJIAN LITERATUR

ISSI

Tinjauan pustaka akan memaparkan mengenai teori yang terikat atau literature penelitian yang mencoba untuk menguji faktor – faktor makro ekonomi yang mempengaruhi Indeks Saham Syariah, dimana ISSI merupakan suatu indeks saham yang menggambarkan jumlah keseluruhan saham syariah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia atau BEI. Indeks Saham syariah Indonesia awal diterbitkan pada tanggal 12 Mei 2011 dengan jumlah saham yang tercatat di BEI sebanyak 214 saham, keberadaannya melengkapi indeks yang sudah ada sebelumnya (Aisyah dan Khoiroh 2015). ISSI merupakan indikator dari kinerja pasar saham syariah Indonesia, selain itu hadirnya melengkapi indeks syariah yang sudah ada sebelumnya yaitu Jakarta Islamic Index JII. Pada penelitian yang dilakukan oleh Pratama dan Azzis (2018) menggunakan uji t terdapat beberapa faktor makro ekonomi diantaranya *BI Rate*, nilai tukar dan inflasi memiliki pengaruh cukup besar terhadap volatilitas return JII Saham yang tergolong dalam ISSI merupakan saham yang telah memenuhi kriteria saham syariah sebagaimana sudah sesuai dengan ajaran agama dan semuanya sudah dirangkum pada Daftar Efek Syariah (DES) yang sudah diterbitkan oleh Bapepam-LK (Ardana 2016).

Inflasi

Inflasi secara umum merupakan kondisi kenaikan harga secara umum dan bersifat *continue* dalam periode waktu tertentu. Inflasi dapat dikatakan sebuah permasalahan makro yang dialami oleh negara, sebagaimana teori Mentores mengenai inflasi menjelaskan adanya gejala moneter yang disebabkan oleh tingginya jumlah uang beredar yang akan mempengaruhi terhadap naiknya harga disebabkan oleh ketidak seimbangan antara jumlah barang yang beredar dengan jumlah uang yang beredar di masyarakat.

Kurs

Nilai tukar mata uang sering disebut kurs adalah jumlah poundsterling yang diterima setiap dollar AS (Natsir 2014). Menurut Greenwald nilai tukar mata uang adalah catatan harga pasar dari mata uang asing dalam harga mata uang domestik atau harga mata uang domestik dalam mata uang asing, di Negara Indonesia yang dijadikan tolak ukur adalah dollar Amerika. Perubahan nilai tukar uang dapat ditentukan oleh hasil interaksi antara masyarakat lembaga keuangan bank ataupun nonbank dan bank sentral. Teori Keynes mengatakan permintaan terhadap uang merupakan tindakan yang rasional, dimana meningkatnya permintaan uang akan menaikkan suku bunga.

BI Rate

Suku bunga atau sering di sebut dengan *BI Rate* merupakan ukuran dari keuntungan investasi yang diperoleh pemilik modal dan menjadi ukuran modal yang harus dikeluarkan oleh perusahaan. Struktur tingkat suku bunga di Indonesia secara umum didasarkan atas jangka waktu (Ambarini, 2015). Adapun beberapa faktor yang mempengaruhi tingkat suku bunga diantaranya adalah kebutuhan dana, kualitas jaminan, daya saing produk, jangka waktu, dan kebijakan pemerintah. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa suku bunga merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi pergerakan harga saham.

Pengembangan Hipotesis

Berbicara tentang makro ekonomi tentunya akan erat hubungannya dengan fenomena inflasi. Menurut Tandelin inflasi adalah kecenderungan terjadinya peningkatan harga produk – produk secara keseluruhan sehingga terjadi penurunan daya beli uang, terdapat pula pendapat lain menurut Roger G. Ibbotson dan Gary P. Brinson mengemukakan *inflation is a sustained increase in the general price level over time*. Dari beberapa pendapat diatas maka penulis dapat menyimpulkan bahwa inflasi merupakan kenaikan harga suatu barang ataupun jasa dalam periode waktu tertentu. Inflasi yang tinggi akan menyebabkan harga bahan produksi perusahaan meningkat selain itu buruh akan menuntut kenaikan gaji untuk biaya hidupnya (Rachmawati dan Laila, 2015) serta merosotnya daya beli termasuk dalam pembelian saham dan produk property (Yunita et al. 2018). Penelitian lain Bassar (2019) mengatakan bahwa inflasi yang tinggi akan membuat harga saham turun dipasar, namun inflasi yang sangat rendah akan mengakibatkan pertumbuhan ekonomi melambat sehingga pada akhirnya harga saham akan bergerak lambat pula. Perubahan fenomena ekonomi seperti inflasi akan mempengaruhi harga saham hal dikarenakan investor lebih cepat beraksi dan investor akan mengkalkulasi dampaknya terhadap saham yang dimiliki baik negatif ataupun positif (Muhammad Richo et al. 2019). Oleh sebab itu peneliti mengangkat suatu hipotesis sebagaimana berikut:

H1: inflasi berpengaruh secara signifikan terhadap ISSI

Sementara untuk faktor makro ekonomi nilai tukar rupiah secara signifikan mempengaruhi harga saham syariah, yang artinya instrumen moneter syariah memiliki hubungan signifikan dengan saham syariah (Mashudi et al. 2020). Nilai tukar IDR/USD merupakan harga rupiah yang diekspresikan dalam mata uang dollar (Ardana 2016). Melemahnya nilai rupiah akan memicu naiknya harga komoditas barang termasuk barang produksi, tentunya hal ini akan berdampak meningkatnya biaya produksi dan menurunnya perolehan laba perusahaan. Turunnya laba perusahaan akan berpengaruh pada kebijakan deviden kas perusahaan dan daya tarik investor. Minat investor akan menurunkan harga saham sehingga saham syariah akan mengalami penurunan khususnya Indeks Saham Syariah (Rusbariand 2012). Selain itu Nilai tukar biasanya digunakan untuk transaksi perdagangan dimana nilai mata uang dipengaruhi oleh permintaan dan penawaran atas mata uang Negara yang bersangkutan. Kemudian di Indonesia menerapkan sistem nilai tukar berupa nilai tukar mengambang bebas yang dimana nilai tukar sepenuhnya ditentukan oleh mekanisme pasar tanpa ada campur tangan Bank Indonesia selaku bank sentral (Aisiyah dan Khoiroh 2015). Anehnya nilai tukar tidak memiliki efek yang berlebihan terhadap volatilitas pada indeks saham syariah pada Negara tiga berkembang salah satunya Indonesia (AZIZ et al. 2020). Namun nilai tukar yang mengalami depresi akan memberikan dampak yang berbeda bagi para perusahaan yang berada dalam kategori perusahaan impor ataupun ekspor (Hidayah 2011). Oleh sebab itu peneliti berhipotesis sebagai berikut:

H1: Kurs memiliki pengaruh yang signifikan terhadap ISSI

Selanjutnya faktor makro ekonomi suku bunga juga memiliki hubungan erat dengan harga saham syariah. Indeks Saham Syariah Indonesia dipengaruhi secara signifikan oleh beberapa faktor makro ekonomi salah satunya adalah tingkat suku bunga (Mawardi et al. 2019). *BI-rate* merupakan sebuah suku bunga untuk menanggapi perubahan inflasi dan kurs rupiah sebagai acuan untuk suku bunga perbankan seperti suku bunga tabungan dan deposito (Widoatmojo, 2007). Kejadian naiknya *BI-*

rate merupakan sebuah tanda keadaan ekonomi memburuk (Ardana 2016). Suku bunga dan nilai ramalan di masa depan merupakan sebuah hal penting untuk para investor dalam melakukan investasi (Bassar 2019). Sesuai dengan teori Tandelilin mengatakan bahwa suku bunga yang tinggi merupakan sinyal negatif pada harga saham yang akan menyebabkan para investor cenderung tidak tertarik melakukan investasi dan mengalihkannya dalam bentuk tabungan deposito. Kemudian terdapat teori portopolio Mishkin menyebutkan bahwa permintaan surat berharga dipengaruhi oleh suku bunga (Rachmawati dan Laila 2015). Oleh sebab itu peneliti berasumsi dalam hipotesis sebagai berikut:

H3: *BI Rate* secara signifikan berpengaruh terhadap ISSI

METODE PENELITIAN

Jenis penelitian ini kuantitatif menggunakan data sekunder. Dalam penelitian ini menggunakan variabel dependen yaitu Indeks Saham Syariah Indonesia dan variabel independen yang digunakan adalah faktor makro ekonomi yang terdiri dari inflasi, *BI-Rate* dan Kurs. Sampel yang digunakan dimulai sejak bulan Juni tahun 2011 hingga bulan Oktober 2020. Data bersumber dari halaman website resmi Bank Indonesia dan Bursa Efek Indonesia.

Adapun metode analisis yang digunakan berupa *VAR in difference* dengan alat bantu software berupa *Eviews 9*. Pada penelitian ini tidak terjadi hubungan jangka panjang antar variabel. Dalam pengujian VAR terdapat beberapa tahap yang pertama uji stasionaritas, uji kointegrasi, lag maksimum, impulse respon, variance decomposition dan uji kausalitas. Peneliti akan menggunakan *eviews 9* sebagai *software* pengolah data.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Sebagaimana yang telah dibahas pada bab sebelumnya, data yang ada berupa Indeks Saham Syariah Indonesia bulanan yang tersedia minimal pada bulan Juni 2011 sampai Oktober 2020. Adapun hasilnya sebagai berikut:

Uji Stasionaritas Data

Uji stasionaritas data dapat dilakukan dengan metode grafik dan unit root test. uji akar unit dapat menggunakan *Augmented Dickey-fuller (ADF)* atau *Phillip Perron (PP)*, namun dalam penelitian ini menggunakan uji akar ADF, jika nilai absolute ADF lebih besar dari nilai *MacKinnon* pada tingkat signifikansi 5% maka tidak stasioner. Namun sebaliknya jika nilai ADF lebih kecil dari nilai kritis *MacKinnon* maka data stasioner.

Tabel 1. Hasil Uji Akar ADF

Variabel	Level			First Difference		
	Nilai ADF	Nilai Mc Kinnon sig 5%	Keterangan	Nilai ADF	Nilai Mc Kinnon sig 5%	Keterangan
ISSI	-1.986711	-2.887665	Tidak stasioner	-13.65156	-2.887665	Stasioner
Inflasi	-1.352755	-2.887909	Tidak stasioner	-7.968442	-2.887909	Stasioner
<i>BI Rate</i>	-1.301648	-2.887909	Tidak stasioner	-7.045267	-2.887665	Stasioner
Kurs	-1.687418	-2.887425	Tidak stasioner	-12.39053	-2.887665	Stasioner

Sumber data: hasil diolah dari *eviews 9*

Berdasarkan tabel 1 dapat dijelaskan bahwa keempat variabel tidak stasioner pada tingkat level melainkan pada *First Difference* yang artinya sudah memenuhi syarat model VAR. Kemudian untuk selanjutnya melakukan uji kointegrasi guna melihat adanya pengaruh dalam jangka Panjang

Uji Kointegrasi

Uji kointegrasi memiliki tujuan untuk menganalisis adanya hubungan jangka panjang antar sesama variabel. Hasil uji kointegrasi sangat berperan penting dalam model VAR, hal ini dikarenakan untuk menentukan model VAR yang akan digunakan. Pada penelitian peneliti menggunakan *Johansen Cointegration Test* dengan bantuan *software Eviews 9*. Adapun kriteria adanya kointegrasi yaitu dapat dilihat dari nilai *Trace Statistic*. Apabila nilai *Trace Statistic* > *Critical Value* (5%) maka terdapat kointegrasi, namun apabila sebaliknya maka tidak terdapat kointegrasi. Berikut hasil uji kointegrasi:

Tabel 2. Uji Kointegrasi Johansen Cointegration

Hypothesized no. of CE(s)	Eigenvalue	Trace statistic	0,05 Critical value
None	0.163344	43.27293	47.85613
At Most 1	0.099837	24.01197	29.79707
At Most 2	0.079485	12.65259	15.49471
At Most 3	0.033749	3.707819	3.841466

Sumber data: hasil diolah dengan *eviews 9*

Berdasarkan tabel 2 diatas Hasil uji kointegrasi Johansen dapat dilihat pada trace statistic *None* lebih kecil dari critical value 0,05 sebesar $43.27293 < 47.85613$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat hubungan kointegrasi diantara variabel dalam jangka panjang, dengan ini berarti bahwa H_0 diterima H_1 ditolak. Karena diantara variabel tidak terdapat hubungan kointegrasi, maka model analisis yang digunakan *VAR in difference*.

Uji Lag Optimum

Metode analisis VAR tentunya erat kaitannya dengan lag yang akan digunakan, oleh sebab itu perlu ditetapkan panjang lag optimal. Penentuan panjang lag tersebut dimanfaatkan untuk mengetahui seberapa lama periode keterpengaruhan terhadap variabel dependen dengan waktu sebelumnya. Penentuan panjang lag optimal dapat dilihat dari beberapa nilai *Likelihood Ratio (LR)*, *Final Prediction Error (FPE)*, *Akaike Information Criterion (AIC)*, *Schwarz Information(SC)* dan *Hannan Quinnon(HQ)* dengan mengambil nilai absolute terendah, dengan hasil sebagai berikut:

Tabel 3. Uji Lag Optimum

Kriteria	Lag 0	Lag 1	Lag 2	Lag 3
LR	-	1049,596	59,34700	32,93437*
FPE	1,5500009	85816,80	63661,01	60772,64*
AIC	32,50991	22,71122	22,41133	22,36184*
SC	32,60868	23,2050*	23,30021	23,64579
HQ	32,54997	32,54997	22,77180*	22,88253

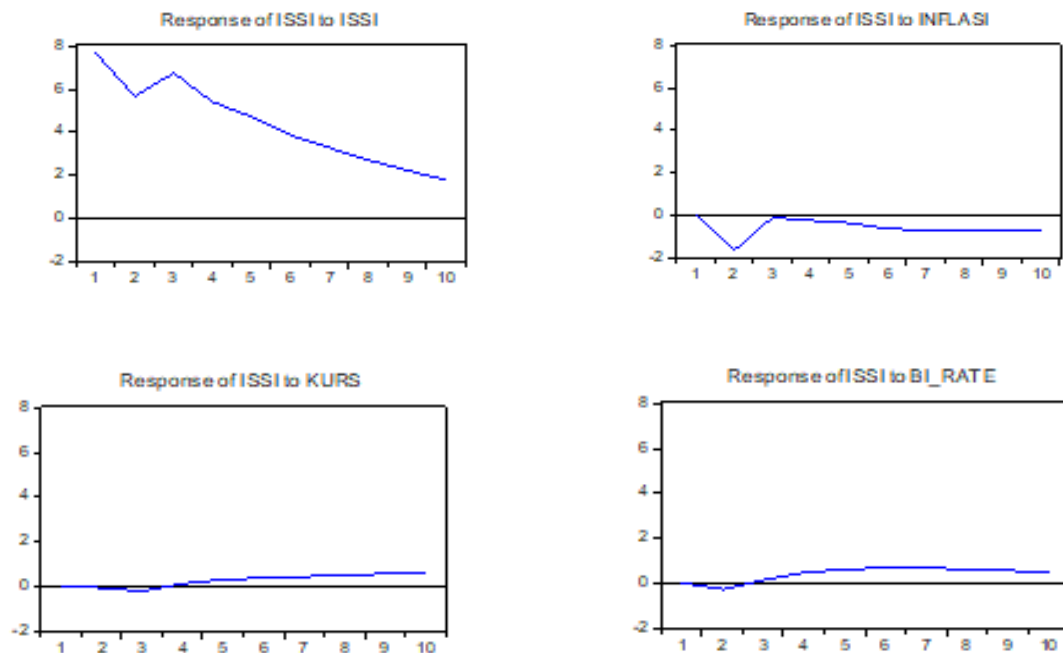
Sumber data: diolah dengan *eviews 9*

Berdasarkan tabel 3 diatas kriteria lag optimum berdasarkan LR, FPE, AIC, SC dan HQ yang disarankan oleh lag 3, dimana pada lag 3 nilai absolute LR, FPE dan AIC memiliki nilai terendah sedangkan untuk kriteria dari SC nilai absolute terendah yaitu lag 1 yaitu 23,16761. Dengan itu maka peneliti memilih lag yang memiliki bintang banyak diantara lima kriteria. Maka peneliti memilih lag 3 sebagai lag optimum dikarenakan memiliki nilai LR, FPE dan AIC terkecil.

Impulse Response

Model analisis *VAR in difference* terdapat pula dengan analisis impulse response, yang bertujuan untuk menjelaskan evolusi variabel model sebagai reaksi terhadap gonjangan dalam satu atau

lebih variabel selama periode tertentu. Sehingga impulse response berguna dalam penilaian kebijakan ekonomi. Berikut merupakan tampilan hasil *impulse response*:



Sumber :diolah dengan *eviews 9*

Gambar 1. Grafik analisis Impulse Response

Berdasarkan gambar 1 di atas mengenai impulse response dari ISSI terhadap ISSI menunjukkan tren positif pada periode pertama hingga periode sepuluh namun terjadi penurunan pada periode kedua kemudian mengalami kenaikan pada periode tiga namun pada periode empat sampai dengan periode sepuluh mengalami penurunan secara berkala. Selanjutnya mengenai response ISSI terhadap inflasi menunjukkan tren negatif sejak periode pertama sampai periode kesepuluh. Sedangkan response ISSI terhadap kurs menunjukkan tren positif dari sejak periode pertama sampai periode sepuluh. Begitu pula respon ISSI terhadap *BI Rate* yang menunjukkan tren positif yang mengalami penurunan dari awal periode sampai akhir periode. Sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Bassar (2019) bahwa perkembangan kinerja saham syariah yang cenderung menurun. Dewasa ini Indonesia mengalami pandemi Covid-19 yang sangat mempengaruhi pasar saham syariah, sesuai dengan teknik prediksibilitas dimana menemukan bukti yang mendukung potensi lindungi nilai saham islam di Asia-Pasifik khususnya Indonesia selama pandemi (Salisu and Sikiru 2020).

Variance Decomposition

Pada tahap selanjutnya yaitu *variance decomposition* dimana hal ini bertujuan untuk memprediksi kontribusi prosentase varian setiap variabel karena adanya perubahan dari variabel tertentu. Berikut hasil yang dapat dijelaskan melalui tabel dibawah ini:

Tabel 3. Variance Decomposition

Variance Decomposition of ISSI					
Periode	S.E	ISSI	INFLASI	BI_RATE	KURS
1	7.668168	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	9.677417	96.94336	2.965777	0.085028	0.005838
3	11.80365	97.87703	2.005493	0.070659	0.046824
4	12.98532	98.07209	1.701338	0.182456	0.044115

Variance Decomposition of ISSI					
Periode	S.E	ISSI	INFLASI	BI_RATE	KURS
5	13.83397	97.98817	1.573127	0.356819	0.081886
6	14.39040	97.66305	1.658458	0.542425	0.136064
7	14.79637	97.26832	1.807933	0.712231	0.211519
8	15.07982	96.83262	2.003993	0.850292	0.313093
9	15.27875	96.41523	2.196208	0.957809	0.430751
10	15.41641	96.02076	2.377051	1.038008	0.564179

Sumber data: diolah dengan *eviwes 9*

Berdasarkan tabel 3 dapat diketahui bahwa variabel ISSI dipengaruhi oleh ISSI sendiri pada awal periode sebesar 100% yang artinya pada periode satu variabel independen masih menunjukkan nol persen. Periode kedua hingga periode kesepuluh guncangan masih ditimbulkan oleh ISSI sendiri hal ini terbukti nilai varians tergolong besar meskipun terjadi kenaikan dan penurunan hingga tahun kesepuluh.

Memasuki periode kedua semua variabel independen mulai memberi pengaruh terhadap ISSI. Inflasi pada periode kedua memberikan kontribusi sebesar 2,96% terhadap ISSI. Pada periode ketiga kontribusi inflasi mengalami penurunan hingga periode kesepuluh sebesar 2,37%. Adanya kontribusi lain juga diperlihatkan oleh variabel *BI Rate* mulai periode kedua dengan pengaruh sebesar 0,08% dan terus mengalami kenaikan hingga periode kesepuluh sebesar 1,03%. Selain itu variabel kurs turut memberikan kontribusi terhadap ISSI dimulai pada periode kedua sebesar 0,005%, kemudian untuk periode selanjutnya hingga periode kesepuluh cenderung naik dimana kontribusi pada periode sepuluh sebesar 0,56%.

Uji Kausalitas

Uji kausalitas merupakan uji hipotesis guna untuk mengetahui apakah suatu data rangkaian waktu memiliki hubungan dua arah atau saling mempengaruhi dalam jangka pendek. Untuk menentukan ada tidaknya hubungan antar variabel ditentukan dengan nilai probabilitas. Berikut hasil uji kausalitas yang dilakukan oleh peneliti:

Tabel 4. Hasil Uji kausalitas

Null Hypothesis	Obs	F-Statistik	Prob.
Inflasi does not Granger Cause ISSI ISSI does not Granger Cause Inflasi	110	2.85241	0.0409
		0.34808	0.7906
<i>BI Rate</i> does not Granger Cause ISSI ISSI does not Granger Cause <i>BI Rate</i>	110	0.22789	0.8768
		2.07563	0.1080
Kurs does not Granger Cause ISSI ISSI does not Granger Cause Kurs	110	0.54528	0.6524
		7.02539	0.0002

Sumber data: hasil data dengan *eviwes 9*

Berdasarkan tabel 4 uji kausalitas Granger ISSI menunjukkan bahwa secara statistik inflasi mempengaruhi ISSI hal ini ditunjukkan dengan nilai probabilitas $0.0409 < 0.05$. Sedangkan variabel ISSI tidak berpengaruh terhadap inflasi ditunjukkan dengan nilai prob $0,7906 > 0.05$. Adapun variabel *BI Rate* tidak berpengaruh terhadap ISSI begitu pula variabel ISSI tidak berpengaruh terhadap *BI Rate* hal ini ditunjukkan oleh nilai probabilitas 0.8768 dan 0.1080 yang lebih besar dari 0.05. Kemudian variabel Kurs tidak berpengaruh terhadap ISSI hal ini ditunjukkan oleh nilai probalitas $0.6524 > 0.05$, namun variabel ISSI berpengaruh terhadap Kurs hal ini ditunjukkan oleh nilai probabilitas $0.0002 < 0.05$.

Kesimpulannya hanya terjadi hubungan satu arah yaitu terjadi pada variabel Inflasi yang mempengaruhi ISSI dan variabel ISSI yang mempengaruhi Kurs yang berarti H_0 ditolak dan menerima H_1 . Terdapat penelitian yang serupa mengenai pengaruh inflasi terhadap terhadap ISSI yang secara signifikan berpengaruh negatif sejak periode Mei 2011 sampai November 2014. Dimana semakin tinggi tingkat inflasi akan menurunkan ISSI hal ini akan membuat pertimbangan bagi para investor untuk berinvestasi pada saham perusahaan yang sudah terdaftar di ISSI (Aisyah dan Khoiroh 2015). Selain itu inflasi yang tinggi akan menurunkan harga saham syariah di pasar modal, namun inflasi yang sangat rendah akan membuat lambatnya pergerakan harga saham (Bassar 2019). Dengan demikian kebijakan pemerintah dalam mengendalikan inflasi untuk ketahanan pasar saham syariah lebih diperkuat lagi (Suryadi and Putri 2018). Namun hal ini berbeda dengan penelitian Widyasa and Worokinasih (2018) bahwa inflasi tidak mempengaruhi ISSI hal ini dikarenakan para investor tidak menggunakan tingkat inflasi sebagai pertimbangan dan terdapat faktor lain yang mempengaruhi keputusan investor dalam investasi pada saham syariah.

Pada uji kausalitas hasil kedua ISSI mempengaruhi nilai tukar, hal ini serupa dengan penelitian yang dilakukan oleh Pratama dan Azzis (2018) bahwa nilai tukar rupiah memiliki pengaruh negatif signifikan yang sangat besar terhadap indeks saham syariah. hal ini menandakan pelemahan nilai tukar yang akan menjadi sentimen negatif bagi para investor untuk menjual sahamnya dipasar modal, sehingga akan menyebabkan indeks syariah melemah. Terdapat penelitian lain yang menunjukkan nilai tukar secara parsial mempengaruhi ISSI, dalam hal ini dapat diartikan bahwa investor saham mencermati nilai tukar rupiah terhadap USD untuk memutuskan investasi (Widyasa dan Worokinasih, 2018). Selain itu baik jangka pendek ataupun jangka panjang nilai tukar berpengaruh positif secara signifikan, hal ini disebabkan kurs mejadi penentu kinerja perekonomian secara keseluruhan (Indah Nawindra 2020).

Pada hasil terakhir mengenai pengaruh *BI Rate* terhadap ISSI, hasil pada penelitian ini menunjukkan tidak adanya pengaruh terhadap ISSI hal ini serupa dengan hasil penelitian dimana suku bunga secara signifikan tidak mempengaruhi nilai saham (Muhammad Richo et al. 2019). Hal ini berlawanan dengan penelitian yang menghasilkan terjadinya pengaruh yang signifikan antara suku bunga dan ISSI dimana tingkat suku bunga yang mengalami kenaikan mencerminkan terjadinya penurunan kinerja perusahaan (Widyasa dan Worokinasih 2018).

Inflasi merupakan salah satu variabel makro ekonomi yang sangat penting dan memiliki pengaruh besar baik sektor rill ataupun keuangan. Sebagaimana hasil diatas bahwa terjadi hubungan satu arah antara inflasi dan ISSI. Menurut Tandelilin (2010) peningkatan inflasi secara relative akan membawa sinyal negatif bagi orang pemiliki modal yang berada di pasar modal. Fenomena inflasi akan membuat masyarakat lebih memilih untuk menahan kebutuhan ekonomi atau menghemat pengeluaran. Dengan demikian penjualan perusahaan akan berkurang begitu pula dengan keuntungan yang diperoleh.

Selain inflasi terdapat faktor lain yang dapat mempengaruhi pergerakan ISSI, seperti *BI Rate* dan Kurs. Sesuai hasil diatas *BI Rate* tidak memiliki hubungan dengan ISSI. Pada umumnya *BI Rate* tentunya memiliki pengaruh terhadap ISSI, dimana semakin tinggi suku bunga akan memberikan sinyal negatif terhadap harga saham, hal ini akan menyebabkan investor cenderung tidak tertarik untuk berinvestasi dan akan memindahkan dalam bentuk tabungan atau deposito (Tandelilin 2010). Sedangkan nilai tukar rupiah memiliki hubungan satu arah dengan ISSI. Hal ini disebabkan perubahan pada kurs akan mempengaruhi pembentukan harga barang atau jasa impor-eksor sehingga akan berpengaruh langsung terhadap profitabilitas perusahaan.

PENUTUP

Simpulan

Berdasarkan hasil pengujian menggunakan metode analisis *VAR in difference* mengenai pengaruh variabel makro ekonomi terhadap ISSI dimana tidak terjadi hubungan jangka panjang sehingga hasil penelitian ini dapat disimpulkan secara rinci bahwa sesuai hasil Impulse Response menunjukkan respon reaksi terhadap gonjangan dalam periode tertentu antar variabel yang di uji yaitu ISSI, Inflasi, Kurs dan *BI Rate* menghasilkan terjadinya respon positif dari ISSI terhadap ISSI itu sendiri sejak periode satu hingga periode sepuluh. Hasil tersebut senada dengan respon ISSI terhadap Kurs dan ISSI terhadap *BI Rate*. Sedangkan respon negatif terjadi antara ISSI terhadap Inflasi sejak periode kesatu hingga kesepuluh. Kemudian Pada uji *variance decomposition* yang bertujuan untuk melihat prosentase kontribusi antar sesama variabel menghasilkan pada periode pertama ISSI tidak dipengaruhi oleh ISSI itu sendiri kemudian pada periode kedua hingga kesepuluh adanya kontribusi dari variabel Inflasi, *BI Rate* dan Kurs walaupun presentase kontribusi terbesar ialah variabel ISSI itu sendiri. Hasil akhir dari penelitian ini mengenai impulse respon dimana pada uji ini bertujuan untuk mengetahui adanya hubungan dua arah sedangkan pada penelitian ini menghasilkan tidak adanya hubungan dua arah antar sesama variabel namun hanya terdapat hubungan satu arah dimana hal ini terjadi pada Inflasi terhadap ISSI dan ISSI terhadap Kurs. Dengan demikian tidak terjadi hubungan antar ISSI dan *BI Rate*.

Saran

Penelitian ini jauh dari kata sempurna, setelah peneliti melakukan pengujian dan mengetahui keterbatasan mengenai penelitian maka adapun beberapa saran untuk peneliti selanjutnya, pada penelitian selanjutnya diharapkan untuk mempertajam kesimpulan dimana peneliti selanjutnya menambahkan variabel makro ekonomi ataupun variabel tentang ekonomi islam lainnya yang nantinya akan membuat pembaca mengetahui keterkaitannya. Penelitian ini masih belum mengetahui mengenai pengaruh negatif ataupun positif terhadap ISSI dengan demikian untuk penelitian selanjutnya menambahkan metode analisisnya dengan tujuan mengetahui secara jelas bentuk pengaruhnya.

REFERENSI

- Aisyah, Suciningtias Siti, and Rizki Khoiroh. 2015. "Analisis Dampak Variabel Makro Ekonomi Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)." *Jurnal UNISSULA* 2(1): 398–412. <http://lppm-unissula.com/jurnal.unissula.ac.id/index.php/cbam/article/viewFile/323/270>.
- Ambarini, Lestari. 2015. "Ekonomi Moneter." In Bogor: IN MEDIA.
- Ardana, Yudhistira. 2016. "Variabel Makroekonomi Terhadap Indeks Saham Syariah (Periode Mei 2011-September 2015 Dengan Model Ecm)." 11(2): 117–30.
- AZIZ, Tariq, Jahanzeb Marwat, Sheraz Mustafa, and Vikesh Kumar. 2020. "Impact of Economic Policy Uncertainty and Macroeconomic Factors on Stock Market Volatility: Evidence from Islamic Indices." *The Journal of Asian Finance, Economics and Business* 7(12): 683–92.
- Bassar, Teddy Sumirat. 2019. "Analysis of the Effect of Sharia Stock Trading Activity Factors and Macroeconomic Factors on the Performance of Sharia Stocks in the Capital Market in Indonesia." *International Journal of Tax Economics and Management*: 12–28.
- Hidayah, Maulida Nur. 2011. "Analisis Dampak Variabel Makro Ekonomi Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia." : 1–10.
- Indah Nawindra □, Andhi Wijayanto. 2020. "The Influence of Macroeconomic Variables on The Indonesian Sharia Stock Index (ISSI) for The 2013-2019 Period." *Management Analysis Journal* 9(4): 402–12.
- Mashudi, Didi, Mohamad Andri Ibrahim, and Fadilah Ilahi. 2020. "The Effect of Macroeconomic Variables on Sharia Stock Prices in the Jakarta Islamic Index." 409(SoRes 2019): 324–27.
- Mawardi, I, T Widiastuti, and P Sucia Sukmaningrum. 2019. "The Impact of Macroeconomic on Islamic Stock Prices: Evidence from Indonesia." *KnE Social Sciences* 3(13): 499.
- Natsir, M. 2014. "Ekonomi Moneter Dan Kebanksentralan." In Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Pratama, yoghi Citra, and Abdul Azzis. 2018. "Macroeconomic Variables, International Islamic Indices, and The Return Volatility in Jakarta Islamic Index." *Al-Iqtishad: Jurnal Ilmu Ekonomi Syariah* 10(1).

- Purnamasari, Endah Dewi. 2016. "Pengaruh Faktor Fundamental Dan Faktor Ekonomi Makro Terhadap Fluktuasi Harga Saham Pada Perusahaan Yang Terdaftar Pada Indeks Saham Syariah Indonesia Di BEI." *Jurnal Ilmiah Ekonomi Global Masa Kini* 7(1): 1–10.
- Rachmawati, Martien, and Nisful Laila. 2015. "Faktor Makro Ekonomi Yang Mempengaruhi Pergerakan Harga Saham Pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Di Bursa Efek Indonesia (BEI)." *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan* 2(11): 928.
- Rakasetya, G. 2013. "Pengaruh Faktor Mikro Dan Faktor Makro Ekonomi Terhadap Harga Saham Perusahaan Mining and Mining Services Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (Bei) Periode 2008-2011." *Jurnal Administrasi Bisnis S1 Universitas Brawijaya* 6(2): 77871.
- Rianto, Muhammad Richo., Ari, and Cahyadi Husadha. Sulistyowati., Wastam Wahyu Hidayat., Choirul Woestho. 2019. "Analisis Faktor Makro Dan Mikro Ekonomi Terhadap Harga Saham Pada Sektor Perbankan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (2013-2017)." *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Manajemen(JIAM)* 15, No.2(0216–7832): 28–37.
- Rusbariand, Septian Prim. 2012. "Analisis Pengaruh Tingkat Inflasi, Harga Minyak Dunia, Harga Emas Dunia, Dan Kurs Rupiah Terhadap Pergerakan Jakarta Islamic Index Di Bursa Efek Indonesia. Prosiding Seminar Nasional." In Universitas Gunadharma.
- Salisu, Afees A., and Abdulsalam Abidemi Sikiru. 2020. "Pandemics and the Asia-Pacific Islamic Stocks." *Asian Economics Letters* 1: 1–5.
- Suryadi, Nanda, and Yusmila Rani Putri. 2018. "Berdasarkan Psak Syariah Pada Bmt Al Ittihad." 1.
- Tandelilin, Eduardus. 2010. "Portofolio Dan Investasi Teori Dan Aplikasi." In Yogyakarta: Kanisus.
- Widyasa, Vitra Islami Ananda, and Saparila Worokinasih. 2018. "Pengaruh Tingkat Inflasi, Nilai Tukar Rupiah, Dan Tingkat Suku Bunga Domestik Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) (Studi Pada Saham Syariah Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2017)." *Administrasi Bisnis (JAB)/Vol.* 60(1): 119–28.
- Yunita, Rika, Yulia Efni, and Kamaliah. 2018. "The Influence of Internal and Macro-Economic Factors on the Stocks Return With Stock Beta As the Intervening Variable (Case Study on Property, Real Estate, and Building Construction Companies Listed on Indonesia Stock Exchange for the Period of 2012-2016)." *Journal of Chemical Information and Modeling* 2(1): 44–58.