

Pengaruh Indeks Harga Saham Regional ASEAN dan Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Harga Saham Syariah Indonesia (ISSI)

The Impact of ASEAN Stock Market and Macroeconomic Variables towards Indonesia Sharia Stock Index (ISSI)

Aurora Nur Firdausi¹, Idqan Fahmi² & Imam Teguh Saptono³

¹Alumnus Pascasarjana SB IPB, Email aurora.firdausi@gmail.com

²Dosen Pascasarjana SB IPB, Email ifahmi@mb.ipb.ac.id

³Dosen Pascasarjana SB IPB, Email itsaptono@yahoo.co.id

Abstract. Investment in Indonesia is currently undergoing a good development. It is characterized by the good performance of the composite stock price index (IHSG), LQ45, Jakarta Islamic Index (JII), and Indonesia Sharia Stock Index (ISSI), which represents the actual conditions of the national Sharia capital market. The market share of the stock of Sharia has reached 58,89% of all issuers of stocks with the highest market capitalization of Rp 2,946 trillion, or of 56,37% of total market capitalization. The presence of Islamic capital market is expected to boost the performance of the national economy. Entering the ASEAN economic community 2015, the economy of Indonesia need more stable to be able to compete with the global economy. Stability macroeconomic factors of a country as well as the absorption of investment from domestic and foreign investors will be important in the face of ASEAN economic community. This research attempts to examine the impact of ASEAN stock market and macroeconomic variables towards Indonesia Sharia Stock Index (ISSI). By using Vector Error Correction Model (VECM) as the method, this research utilizes time series monthly data from May 2011 to June 2015.

Keywords : *ASEAN stock, ISSI, macroeconomic variables, VECM*

Abstrak. Investasi di Indonesia saat ini sedang mengalami perkembangan yang cukup baik. Hal ini ditandai dengan semakin baiknya kinerja Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), LQ45, Jakarta Islamic Index (JII), dan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), yang merepresentasikan kondisi aktual pasar modal syariah nasional. Pangsa pasar saham syariah telah mencapai 58,89% dari seluruh emiten saham dengan nilai kapitalisasi pasar sekitar Rp2.946,89 triliun atau sebesar 56,37% dari total kapitalisasi pasar. Hadirnya pasar modal syariah diharapkan mampu mendorong kinerja perekonomian nasional. Memasuki Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA) 2015, perekonomian Indonesia dituntut lebih stabil agar dapat bersaing dengan perekonomian global. Faktor makroekonomi negara yang stabil dan penyerapan investasi dari investor domestik maupun asing akan menjadi penting dalam menghadapi MEA mendatang. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh indeks harga saham ASEAN dan variabel makroekonomi terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Penelitian ini menggunakan metode *Vector Error Correction Model* (VECM), dengan data runtut waktu bulanan dari Mei 2011 sampai dengan Juni 2015.

Kata Kunci : *ISSI, saham ASEAN, variabel makroekonomi, VECM*

1 Pendahuluan

1.1 Latar Belakang

Pasar modal merupakan salah satu pilar perekonomian dunia yang penting saat ini. Banyak industri yang menjadikan pasar modal sebagai sarana untuk menyerap investasi dan memperkuat posisi keuangannya. Memasuki Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA) 2015, perekonomian Indonesia dituntut lebih stabil agar dapat bersaing dengan perekonomian global. Stabilitasnya faktor makroekonomi negara dan

penyerapan investasi dari investor domestik maupun asing akan menjadi penting dalam menghadapi MEA mendatang.

Indeks harga saham adalah indikator pergerakan harga saham yang merupakan salah satu pedoman bagi investor untuk melakukan investasi di pasar modal (www.idx.co.id). Di Indonesia terdapat dua indeks saham syariah, yaitu JII dan ISSI yang membedakannya adalah JII merupakan indeks yang konstituennya hanya berjumlah 30 saham syariah terlikuid sedangkan ISSI konstituennya adalah seluruh saham syariah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan lolos dalam proses seleksi Daftar Efek Syariah. Saat ini ada 326 saham yang dapat dipilih oleh investor dalam membuat portofolio yang sesuai dengan profil risikonya. Berbagai pendekatan diupayakan untuk menentukan alternatif investasi baik secara internal maupun eksternal. Perkembangan data efek syariah meningkat dari tahun ketahun dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1 Pergerakan jumlah saham syariah

Tahun	Periode	Total Saham Syariah
2010	I	210
	II	228
2011	I	234
	II	253
2012	I	304
	II	321
2013	I	310
	II	336
2014	I	326
	II	326

Sumber : Direktorat Pasar Modal Syariah, Otoritas Jasa Keuangan (2015)

Tabel 1 juga mengindikasikan bahwa keberadaan saham syariah sangat diminati oleh para investor. Sedangkan nilai kapitalisasi saham syariah yang ditunjukkan oleh ISSI mengalami fluktuasi pada periode yang sama, dimana pada tahun 2015 sempat mengalami penurunan sebagai dampak dari *subprime crisis* di Amerika Serikat. Namun, sebagaimana ditunjukkan oleh Tabel 2, nilai kapitalisasi saham syariah menunjukkan tren kenaikan secara positif mulai tahun 2011 hingga 2014. Ini menunjukkan bahwa kinerja ISSI mengalami peningkatan yang cukup baik pada tahun sebelumnya.

Tabel 2 menunjukkan pertumbuhan indeks saham syariah dalam periode 5 (lima) tahun terakhir, yaitu sebesar sebesar 34,52% untuk ISSI dan 29,68% untuk JII. Sedangkan untuk saham secara keseluruhan menunjukkan pertumbuhan sebesar 41,14% untuk IHSG dan 35,86% untuk LQ 45. Dibandingkan tahun sebelumnya, pada penutupan bursa 2014, Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) meningkat 17,35% ke level 168,64 dan nilai kapitalisasi pasar sahamnya meningkat 15,21% menjadi sebesar Rp2.946,9 triliun atau sekitar 56,37% dari total kapitalisasi pasar saham. Pada periode yang sama, Jakarta Islamic Index (JII) mengalami peningkatan sebesar 18,10% ke level 691,04. Nilai kapitalisasi pasar saham JII juga meningkat 16,29% dibandingkan akhir tahun 2013 menjadi sebesar Rp 1.944,5 triliun atau sekitar 37,19% dari total kapitalisasi pasar saham.

Tabel 2 Perbandingan indeks saham syariah dengan indeks seluruh saham

		2010	2011	2012	2013	2014	Pertumbuhan
Indeks Syariah	JII	532,90	537,03	594,78	585,11	691,04	29,68%
Indeks keseluruhan	ISSI	-	125,36	144,99	143,71	168,64	34,52%
	LQ 45	661,38	673,51	735,04	711,14	898,58	35,86%
	IHSG	3703,51	3821,99	4316,69	4274,18	5226,95	41,14%

Sumber : Direktorat Pasar Modal Syariah, Otoritas Jasa Keuangan (2015)

Nilai kapitalisasi saham syariah menunjukkan tren kenaikan secara positif mulai tahun 2011 hingga 2014, sebagaimana ditunjukkan oleh Tabel 3 ini menunjukkan bahwa kinerja ISSI mengalami peningkatan yang cukup baik pada tahun sebelumnya.

Tabel 3 Perkembangan kapitalisasi pasar

Periode	IHSG	ISSI	Singapura (STI)	Malaysia (KLSE)	Thailand (SET)	Philipina (PSE)
2010	3,247.10	-	0.5	0.8	8.25	3.91
2011	3,537.29	1,968.09	0.44	0.8	8.38	4.5
2012	4,126.99	2,451.33	0.52	0.92	11.79	6.04
2013	4,219.02	2,557.85	0.51	1.04	11.45	6.36
2014	5,228.04	2,946.89	0.55	1.01	13.77	8.24
2015	4,522.06	2,449.10	0.48	0.99	13.11	8.25

Sumber : Direktorat Pasar Modal Syariah, Otoritas Jasa Keuangan (2015)

Dari data di atas, dapat dilihat bahwa kinerja pasar saham syariah sangat dipengaruhi oleh gejolak yang terjadi di pasar saham internasional. Hal ini terjadi sebagai akibat semakin terintegrasikannya pasar-pasar saham yang ada di dunia, sehingga gejolak yang terjadi di suatu negara, dapat mempengaruhi kondisi negara lain secara signifikan. Demikian pula dengan stabilitas kondisi makroekonomi.

Penelitian terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia dilakukan untuk melihat sejauh mana kontribusi ISSI terhadap perekonomian nasional pada penerapan pasar tunggal ASEAN. Kedepan diharapkan pasar modal syariah dapat memberikan kontribusi signifikan bagi perekonomian nasional, berkeadilan, dan melindungi kepentingan masyarakat. Beberapa hal yang memerlukan pengembangan lebih lanjut adalah aspek regulasi, produk, sumber daya manusia, serta teknologi informasi. Selain itu, promosi dan edukasi mengenai pasar modal syariah juga perlu mendapatkan perhatian yang lebih besar.

Penelitian tentang Analisis pengaruh indikator faktor makroekonomi dan Indeks Harga Saham ASEAN terhadap IHSG pernah dilakukan sebelumnya Immanuel (2015). Hasil dari penelitiannya menunjukkan bahwa sebagian besar indikator makroekonomi dan indeks saham regional ASEAN mempengaruhi Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

Penelitian terhadap ISSI ini didasarkan pada penerapan pasar tunggal ASEAN yang mendekati waktu yang telah disepakati, berdasarkan indikator makroekonomi dan juga untuk melihat pengaruh jangka panjang dan jangka pendeknya supaya dapat diambil kebijakan secara tepat dan akurat baik dari sisi makroekonomi maupun indeks negara pada suatu regional dalam menghadapi pasar tunggal ASEAN. Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi analisis pengaruh indikator makroekonomi dan indeks saham regional ASEAN terhadap pasar saham syariah Indonesia (ISSI) periode tahun 2011 – 2015.

1.2 Rumusan Masalah

Kondisi perekonomian secara global dan nasional mampu mempengaruhi pasar modal. Berdasarkan uraian tersebut maka rumusan masalah dari penelitian ini adalah apakah faktor makro ekonomi dan indeks harga saham ASEAN berpengaruh terhadap pasar saham syariah Indonesia, sehingga perumusan masalah untuk penelitian ini adalah (1) Apakah indikator makroekonomi (yang diproxikan dalam IPI, inflasi, kurs dan BI *rate*) berpengaruh terhadap imbal balik saham ISSI?. (2) Apakah indeks saham regional ASEAN (yang diproxikan dalam *Strait Times Index*, *Kuala Lumpur Stock Exchange*, *Stock Exchange of Thailand*, dan *Philippine Stock Exchange Index*) berpengaruh terhadap saham ISSI?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah seperti yang telah dikemukakan, maka penelitian ini bertujuan untuk : 1) Menganalisis indeks harga saham di pasar dunia terhadap ISSI. 2) Menganalisis variabel makroekonomi yang mempengaruhi pergerakan dari Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).

1.4 Ruang Lingkup Penelitian

Fokus dari penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh dari indeks harga saham ASEAN dan variabel makroekonomi terhadap ISSI. Objek dari penelitian ini adalah data indeks saham syariah Indonesia dari periode 2011-2015. Ruang lingkup penelitian ini adalah lima negara utama ASEAN yaitu Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, dan Filipina.

2 Tinjauan Pustaka

2.1 ISSI

Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) merupakan indeks saham yang mencerminkan keseluruhan saham syariah yang tercatat di BEI. Konstituen ISSI adalah keseluruhan saham syariah tercatat di BEI dan terdaftar dalam Daftar Efek Syariah (DES). Konstituen ISSI direview setiap 6 bulan sekali (Mei dan November) dan dipublikasikan pada awal bulan berikutnya. Konstituen ISSI juga dilakukan penyesuaian apabila ada saham syariah yang baru tercatat atau dihapuskan dari DES. Metode perhitungan indeks ISSI menggunakan rata-rata tertimbang dari kapitalisasi pasar. Tahun dasar yang digunakan dalam perhitungan ISSI adalah awal penerbitan DES yaitu Desember 2007. Indeks ISSI diluncurkan pada tanggal 12 Mei 2011 (www.idx.co.id)

Selama ini, investasi Syariah di pasar modal Indonesia identik dengan Jakarta Islamic Index (JII) yang hanya terdiri dari 30 saham Syariah yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Padahal Efek Syariah yang terdapat di pasar modal Indonesia bukan hanya 30 saham Syariah yang menjadi konstituen JII saja tetapi terdiri dari berbagai macam jenis Efek selain saham Syariah yaitu Sukuk, dan reksadana Syariah.

Sejak November 2007, Bapepam & LK (sekarang menjadi OJK) telah mengeluarkan Daftar Efek Syariah (DES) yang berisi daftar saham Syariah yang ada di Indonesia. Dengan adanya DES maka masyarakat akan semakin mudah untuk mengetahui saham-saham apa saja yang termasuk saham Syariah karena DES adalah satu-satunya rujukan tentang daftar saham Syariah di Indonesia. Keberadaan DES tersebut kemudian ditindaklanjuti oleh BEI dengan meluncurkan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) pada

tanggal 12 Mei 2011. Konstituen ISSI terdiri dari seluruh saham Syariah yang tercatat di BEI.

2.2 Indikator Makroekonomi

Indikator Makroekonomi merupakan suatu analisis perkembangan ekonomi yang dapat digunakan untuk memprediksi perkembangan ekonomi di masa depan. Jadi ada dua fungsi utama dari "indikator makroekonomi" yaitu menganalisis perkembangan ekonomi sampai saat ini, dan memprediksi perkembangan ekonomi di masa datang.

BI Rate

Tingkat bunga minimum yang diwakili Suku bunga Bank Indonesia (SBI) sebagai dasar untuk menetapkan tingkat pengembalian investasi (return). BI rate adalah suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau stance kebijakan moneter yang ditetapkan oleh bank Indonesia dan diumumkan kepada publik. Kebijakan bunga rendah akan mendorong masyarakat untuk melakukan investasi daripada menabung, demikian pula sebaliknya Mc Connel dan Brue (2002).

Nilai Tukar Rupiah

Nilai Tukar Rupiah atau disebut juga *kurs* Rupiah adalah perbandingan nilai atau harga mata uang rupiah dengan mata uang lain. Perdagangan antar negara dimana masing-masing negara mempunyai alat tukarnya sendiri mengharuskan adanya angka perbandingan nilai suatu mata uang dengan mata uang lainnya, yang disebut *kurs* valuta asing atau *kurs* (Salvatore 2008).

Nilai tukar atau lazim juga disebut *kurs* valuta dalam berbagai transaksi ataupun jual beli valuta asing, dikenal ada empat jenis yakni (Dornbusch dan Fischer 2004) :

1. *Selling Rate* (*kurs* jual) yakni *kurs* yang ditentukan oleh suatu bank untuk penjualan valuta asing tertentu pada saat tertentu.
2. *Middle Rate* (*kurs* tengah) adalah *kurs* tengah antara *kurs* jual dan *kurs* beli valuta asing terhadap mata uang nasional, yang ditetapkan oleh bank sentral pada suatu saat tertentu.
3. *Buying Rate* (*kurs* beli) adalah *kurs* yang ditentukan oleh suatu bank untuk pembelian valuta asing tertentu pada saat tertentu.
4. *Flat Rate* (*kurs* flat) adalah *kurs* yang berlaku dalam transaksi jual beli *bank notes* dan *traveller cheque*, dimana dalam *kurs* tersebut sudah diperhitungkan promosi dan biaya-biaya lainnya.

Inflasi dan Return Saham

Inflasi berhubungan negatif dengan *return* saham. Inflasi yang terjadi karena *demand pull inflation* menyebabkan bertambahnya permintaan terhadap barang dan jasa mengakibatkan bertambahnya permintaan terhadap faktor-faktor produksi. Meningkatnya permintaan terhadap faktor produksi itu akan menyebabkan terjadinya *cost push inflation*, maka akan menyebabkan harga barang yang diproduksi perusahaan meningkat, sedangkan jumlah barang yang diproduksi menurun. Hal ini akan menyebabkan tingkat profitabilitas perusahaan menurun. Jika *profit* menurun, perlahan-lahan kinerja perusahaan juga akan menurun. Hal ini merupakan informasi buruk bagi trader, sehingga dapat mengakibatkan berkurangnya minat investor terhadap saham perusahaan tersebut. Berkurangnya minat investor terhadap saham tersebut dapat menyebabkan turunnya harga saham dan *return* saham juga menurun Gitman (2001). Sedangkan menurut Wijayanti (2013) adanya korelasi

positif antara harga saham dan inflasi dikarenakan akibat demand pull inflation. Menurut Halim (2013) Inflasi, *BI rate*, jumlah uang beredar dan nilai tukar secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *return* saham kapitalisasi besar.

Suku Bunga dan *Return* Saham

Suku bunga memiliki hubungan negatif dengan *return* saham (Wahyudi 2003). Apabila tingkat suku bunga naik, maka investor saham akan menjual seluruh atau sebagian sahamnya untuk dialihkan ke dalam investasi lainnya yang relatif lebih menguntungkan dan bebas resiko, akibatnya harga saham akan turun, sehingga menyebabkan *return* saham juga menurun, demikian pula sebaliknya. Tingkat bunga dan investasi berhubungan terbalik Alam (Mc Connel dan Brue 2002).

Hubungan Nilai Tukar (*kurs*) dan *Return* Saham

Kurs IDR/USD memiliki hubungan positif terhadap *return* saham (Wahyudi 2003). Nilai *kurs* yang menguat menandakan perekonomian yang berkembang dan menarik untuk kegiatan investasi. Apabila IDR mengalami apresiasi, minat investor berinvestasi dalam pasar modal juga mengalami peningkatan (Sunariyah 2003). Hal ini akan berdampak terhadap kenaikan harga saham, yang berarti jika seseorang menginvestasikan dananya di pasar saham, maka *return* saham yang diperoleh atas saham tersebut juga akan tinggi.

Industrial Production Index (IPI) dan *Return* Saham

Menurut Ardiansyah (2011), nilai *industrial production index* merupakan suatu ukuran murni dari output, sehingga memiliki nilai yang mendekati nilai PDB riil. *Industrial production index* mengukur perubahan volume produksi yang terjadi dari berbagai sektor produksi dari waktu ke waktu, volume yang diukur hampir meliputi seluruh sektor (kecuali pertanian dan jasa) yaitu pertambangan dan penggalian, manufaktur, listrik, gas, dan konstruksi.

Kebanyakan industri yang bergerak dalam sektor riil juga melakukan *listing* di pasar modal untuk menambah aliran modal mereka. Sehingga dapat dikatakan nilai dari *industrial production* juga mencerminkan tingkat aktivitas yang terjadi di perusahaan tersebut. *Industrial production index* dapat menjadi sebuah informasi yang digunakan investor untuk menentukan di perusahaan mana dia akan melakukan investasinya, tentunya pada perusahaan yang memiliki kinerja baik dan memiliki pertumbuhan yang berkepanjangan. Penelitian mengenai IPI yang memiliki pengaruh signifikan positif secara jangka panjang terhadap JII dilakukan oleh Beik (2014).

Kurniawan (2014) meneliti mengenai hubungan kausalitas BI Rate, Inflasi, Nilai Tukar dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Bursa Efek Indonesia. *Menggunakan metode* Kausalitas Granger berdasarkan hasil penelitian terdapat hubungan kausalitas yang feedback atau dua arah yaitu antara BI Rate dengan tingkat inflasi dan BI Rate dengan nilai tukar. Terdapat satu arah kausalitas dari nilai tukar terhadap tingkat inflasi dan tidak ditemukan arah pada beberapa variabel yang lain. Ini dapat disimpulkan bahwa BI Rate selain sebagai sumber informasi pertama dalam memutuskan alternative investasi, juga sebagai sasaran dalam pengambilan kebijakan penguatan nilai tukar maupun pengurang tingkat inflasi oleh Bank Indonesia. Penelitian mengenai variabel makroekonomi pun dilakukan oleh Subastine (2010) mengenai pengaruh variabel makroekonomi dan indeks harga saham luar negeri terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan metode multipel analisis regresi linear, diperoleh kesimpulan

bahwa, SBI berpengaruh negatif dan signifikan terhadap IHSG, variabel inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap IHSG, kurs berpengaruh negatif dan signifikan terhadap IHSG, variabel jumlah uang beredar berpengaruh positif dan signifikan terhadap IHSG, dan variabel indeks Dow Jones berpengaruh positif dan signifikan terhadap IHSG.

Analisis pengaruh variabel makro ekonomi terhadap indeks harga saham gabungan periode 2001-2011 diteliti oleh Suprihati (2013) menggunakan regresi linier berganda dengan mempertimbangkan empat asumsi klasik yaitu normalitas, autokorelasi, multikolinearitas, dan heteroskedastisitas berdasarkan analisis yang telah dilakukan variabel makro ekonomi yang mempunyai pengaruh terhadap IHSG maka dari model regresi yang terbentuk, berarti bahwa secara simultan variabel makro yang diwakili oleh jumlah uang beredar, suku bunga SBI, inflasi, dan nilai tukar rupiah berpengaruh signifikan terhadap IHSG pada tingkat kepercayaan 5%. Dan dari uji t, terlihat bahwa variabel inflasi, kurs dan jumlah uang beredar (M2) yang berpengaruh secara signifikan terhadap IHSG. Pratiwi dan Hendrawan (2014) juga menggunakan regresi linier berganda untuk meneliti pengaruh saham dan variabel makroekonomi.

Riantani dan Tambunan (2013) melakukan analisis Pengaruh variabel makroekonomi dan indeks global terhadap *return* saham, menggunakan metode regresi multiple hasil penelitian menyimpulkan bahwa variabel makroekonomi dan indeks global berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Oleh karena itu untuk dapat memprediksi *return* saham, investor hendaknya memperhatikan pergerakan variabel makroekonomi (kurs rupiah terhadap dollar AS dan suku bunga SBI) serta memperhatikan juga pergerakan indeks saham global (indeks Hang Seng dan indeks Dow Jones), karena pasar modal Indonesia telah terintegrasi dengan pasar modal dunia, sehingga pergerakan indeks saham di pasar global akan berpengaruh terhadap pergerakan harga saham di pasar modal Indonesia.

3 Metode

3.1 Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini dilakukan dengan mengumpulkan data dan informasi dari Bursa Efek Indonesia dan jaringan *online yahoofinance.com*. Penelitian ini dilaksanakan pada bulan Agustus – September 2015. Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan deskriptif dan kuantitatif ekonometrika menggunakan data sekunder.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa data bulanan runtun waktu (*time series*) untuk data ASEAN dan ISSI pada periode May 2011- Juni 2015 melalui jaringan *yahoofinance.com*. Selain itu dilakukan pengambilan data variabel makroekonomi yaitu suku bunga, *Industrial Production Index* (IPI), tingkat inflasi dan nilai tukar (rupiah terhadap USD) melalui Badan Pusat Statistik dan Bank Indonesia.

3.2 Metode Analisis Data

Penelitian ini menggunakan metode analisis yang bersifat deskriptif dan kuantitatif yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh indikator makroekonomi (yang diproxikan dalam IPI, inflasi, kurs dan *BI rate*) dan indeks saham regional ASEAN (yang diproxikan dalam *Strait Times Index*, *Kuala Lumpur Stock Exchange*, *Stock Exchange of Thailand*, dan *Philippine Stock Exchange Index*) terhadap saham ISSI. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *Vector Auto Regression* (VAR) apabila data yang digunakan stasioner pada level. Namun bila data belum stasioner pada tingkat level maka dilanjutkan dengan metode *Vector Error Correction Model* (VECM).

Vector Error Correction Model (VECM) merupakan bentuk VAR yang terestriksi (Firdaus 2011). Restriksi tambahan ini harus diberikan karena keberadaan bentuk data yang tidak stasioner pada level, VECM kemudian memanfaatkan informasi restriksi kointegrasi tersebut ke dalam spesifikasinya. Oleh karena itu VECM sering disebut sebagai desain VAR bagi *series* nonstasioner yang memiliki hubungan kointegrasi. Dengan demikian, dalam VECM terdapat *speed of adjustment* dari jangka pendek ke jangka panjang (Firdaus 2011). Adapun tahap-tahap analisis yang dilakukan adalah sebagai berikut :

1. Uji Stasionaritas Data

Tahap pertama yang dilakukan dalam mengolah data *time series* adalah dengan uji akar unit (*unit root test*). Uji akar unit ini dilakukan untuk melihat apakah data yang diamati stasioner atau tidak. Data yang stasioner cenderung mendekati nilai rata-rata dan berfluktuasi di sekitar nilai rata-ratanya. Data yang tidak stasioner dapat menghasilkan regresi yang lacung (*spurious regression*), yaitu regresi yang menggambarkan hubungan dua variabel atau lebih yang terlihat signifikan secara statistik padahal kenyataannya tidak.

Uji stasionaritas data dalam penelitian ini menggunakan *Augmented Dickey- Fuller* (ADF). Dalam tes *Augmented Dickey-Fuller* (ADF), apabila nilai mutlak t- ADF lebih besar dari nilai mutlak *MacKinnon Critical Values*-nya maka data telah stasioner pada taraf nyata yang telah ditentukan. Selain itu dapat juga dilihat dari nilai probabilitasnya. Jika data stasioner maka VAR dapat digunakan akan tetapi jika tidak stasioner maka ada dua pilihan yaitu menggunakan VAR dalam bentuk *first difference* atau VECM. Keberadaan variabel yang tidak stasioner meningkatkan kemungkinan adanya hubungan kointegrasi antar variabel.

2. Uji Lag Optimal

Lag dalam sebuah sistem VAR merupakan hal yang penting. Di samping berguna untuk menunjukkan berapa lama reaksi suatu variabel terhadap variabel lainnya, penentuan *lag* optimal juga berguna untuk menghilangkan masalah autokorelasi dalam sebuah sistem VAR (Firdaus 2011). Pengujian panjang *lag* yang optimal dapat diidentifikasi dengan menggunakan *Akaike Information Criterion* (AIC), *Schwarz Information Criterion* (SIC), *Hannan- Quinn Criterion* (HQ), dan sebagainya. *Lag* yang dipilih adalah model dengan nilai AIC dan SIC terkecil dan nilai HQ terbesar.

3. Uji Stabilitas VAR

Uji stabilitas VAR dilakukan dengan menghitung akar-akar dari fungsi polinomial atau dikenal dengan *roots of characteristic polinomial*. Jika semua akar dari fungsi polinomial tersebut berada di dalam unit circle maka model VAR tersebut dianggap stabil sehingga *Impuls Response Function* (IRF) dan *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD) yang dihasilkan dianggap valid (Firdaus 2011).

4. Uji Kointegrasi

Uji kointegrasi bertujuan untuk menentukan apakah variabel-variabel yang tidak stasioner terkointegrasi atau tidak. Konsep kointegrasi dikemukakan oleh Engle dan Granger (1987) sebagai kombinasi linear dari dua atau lebih variabel yang tidak stasioner akan menghasilkan variabel yang stasioner. Kombinasi linear ini dikenal dengan istilah persamaan kointegrasi dan dapat diinterpretasikan sebagai hubungan keseimbangan jangka panjang di antara variabel (Firdaus 2011). Pengujian kointegrasi sendiri dapat dilakukan dengan uji kointegrasi Engle- Granger, uji kointegrasi Johansen, dan uji kointegrasi Durbin-Watson. Salah satu uji kointegrasi yang dilakukan dalam penelitian ini adalah uji

kointegrasi Johansen. Jika nilai *trace statistic* lebih besar dari nilai *critical value*, persamaan tersebut terkointegrasi, dengan H0 sama dengan non-kointegrasi dan H1 sama dengan kointegrasi. Dalam konteks ini, ketika nilai *trace statistic* lebih besar dari nilai *critical value*, maka tolak H0 dan terima H1 yang artinya persamaan tersebut terkointegrasi.

5. Uji Kausalitas Granger

Uji kausalitas granger dilakukan untuk melihat hubungan kausalitas di antara variabel-variabel yang ada dalam model. Uji ini untuk mengetahui apakah suatu variabel bebas (*independent variable*) meningkatkan kinerja *forecasting* dari variabel tidak bebas (*dependent variable*) (Firdaus 2011).

6. Impulse Response Function (IRF)

Impulse Response Function (IRF) adalah suatu metode yang digunakan untuk menentukan respons suatu variabel endogen terhadap suatu *shock* tertentu. Hal ini dikarenakan *shock* variabel, misalnya variabel ke-*i*, tidak hanya berpengaruh terhadap variabel ke-*i* itu saja tetapi ditransmisikan kepada semua variabel endogen lainnya melalui struktur dinamis atau struktur *lag* dalam VAR. Dengan kata lain, IRF mengukur pengaruh suatu *shock* pada suatu waktu kepada inovasi variabel endogen pada saat tersebut dan di masa yang akan datang. IRF bertujuan untuk mengisolasi suatu guncangan agar lebih spesifik, yang artinya suatu variabel dapat dipengaruhi oleh *shock* atau guncangan tertentu. Apabila suatu variabel tidak dapat dipengaruhi oleh *shock*, maka *shock* spesifik tersebut tidak dapat diketahui melainkan *shock* secara umum (Firdaus 2011).

7. Forecast Error Variance Decomposition (FEVD)

Analisis FEVD dalam model VAR bertujuan untuk memprediksi kontribusi prosentase varian setiap peubah karena adanya perubahan peubah tertentu dalam sistem VAR. Pada analisis IRF sebelumnya digunakan untuk melihat dampak guncangan dari satu peubah terhadap peubah lainnya, dalam analisis FEVD digunakan untuk menggambarkan relatif pentingnya setiap peubah dalam sistem VAR karena adanya *shock* (Juanda dan Junaidi 2012).

4 Hasil dan Pembahasan

4.1 Analisis Pengaruh Indikator Makroekonomi dan Pasar Saham ASEAN terhadap ISSI

Uji stasionaritas data merupakan tahap yang penting dalam menganalisis data *time series*. Hasil pengujian akar unit pada level dapat dilihat pada Tabel 5.

Tabel 5 Hasil pengujian akar unit pada level

Variable	Nilai ADF	Nilai Kritis Mackinnon			Keterangan
		1%	5%	10%	
LNISSI	-1.2591	-3.5745	-2.9238	-2.5999	Tidak Stasioner
BIRATE	-0.989	-3.5777	-2.9252	-2.6007	Tidak Stasioner
INFLASI	-2.0422	-3.5777	-2.9252	-2.6007	Tidak Stasioner
LNEXCRATE	-0.3175	-3.5777	-2.9252	-2.6007	Tidak Stasioner
LNIPI	-0.5556	-3.5812	-2.9266	-2.6014	Tidak Stasioner
LNIHSG	-1.2147	-3.5745	-2.9238	-2.5999	Tidak Stasioner

LNKLSE	-1.1704	-3.5745	-2.9238	-2.5999	Tidak Stasioner
LNPSE	-0.0265	-3.5777	-2.9252	-2.6007	Tidak Stasioner
LNSET	-1.3996	-3.5745	-2.9238	-2.5999	Tidak Stasioner
LNSTI	-1.55	-3.5745	-2.9238	-2.5999	Tidak Stasioner

Hasil uji stasionaritas data pada level menunjukkan bahwa semua variabel tidak stasioner. Hal ini dikarenakan nilai mutlak t-ADF lebih kecil dari nilai mutlak *MacKinnon Critical Values*-nya pada taraf 5%. Penelitian dengan data yang tidak stasioner dapat menghasilkan regresi palsu (*spurious regression*). Karena itu, uji stasionaritas dilanjutkan pada tingkat *first difference*.

Tabel 6 Hasil pengujian akar unit pada *first difference*

Variable	Nilai ADF	Nilai Kritis Mackinnon			Keterangan
		1%	5%	10%	
LNISSI	-5.532265	-3.57772	-2.92517	-2.60066	Stasioner
BIRATE	-3.76197	-3.57772	-2.92517	-2.60066	Stasioner
INFLASI	-5.200677	-3.57772	-2.92517	-2.60066	Stasioner
LNEXCRATE	-4.940563	-3.57772	-2.92517	-2.60066	Stasioner
LNPI	-8.900896	-3.58115	-2.92662	-2.60142	Stasioner
LNIHSG	-6.647836	-3.57772	-2.92517	-2.60066	Stasioner
LNKLSE	-7.956179	-3.57772	-2.92517	-2.60066	Stasioner
LNPSE	-7.688849	-3.57772	-2.92517	-2.60066	Stasioner
LNSET	-6.348639	-3.57772	-2.92517	-2.60066	Stasioner
LNSTI	-7.258183	-3.57772	-2.92517	-2.60066	Stasioner

Hasil uji stasionaritas data pada Tabel 6 menunjukkan bahwa semua data yang digunakan dalam penelitian telah stasioner pada tingkat *first difference*. Hal ini dikarenakan nilai mutlak t-ADF lebih besar dari nilai mutlak *MacKinnon Critical Values*-nya pada taraf nyata 5%.

Dalam model VAR penentuan *lag* optimal sangat berguna untuk menghilangkan autokorelasi. Hasil pengujian *lag* optimal dapat dilihat pada Tabel 7. Berdasarkan perhitungan nilai *Akaike Information Criterion* (AIC), *lag* optimal berada pada *lag* satu.

Tabel 7 Hasil pengujian *lag* optimal

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	604.6030	NA	2.80e-24	-25.8523	-25.45477	-25.7034
1	955.5568	534.0602	5.63e-29	-36.7633	-32.39050*	-35.1253
2	1055.090	108.1881	1.08e-28	-36.743	-28.39489	-33.6158
3	1255.568	130.7464*	1.18e-29*	-41.11164*	-28.78819	-36.49520*

Uji stabilitas VAR dilakukan melalui VAR *stability condition check* yang berupa *roots of characteristic polynomial* terhadap seluruh variabel yang digunakan

dikalikan jumlah lag dari masing-masing VAR. Jika modulus dari seluruh *roots of characteristic polynomial* < 1 maka sistem persamaan VAR dikategorikan stabil.

Tabel 8 Uji stabilitas

Root	Modulus
0.989269	0.989269
0.879826 - 0.169467i	0.895998
0.879826 + 0.169467i	0.895998
0.678931 - 0.156964i	0.696839
0.678931 + 0.156964i	0.696839
0.622884	0.622884
0.395769 - 0.276860i	0.482996
0.395769 + 0.276860i	0.482996
0.197189	0.197189
0.148061	0.148061

Semua variabel telah stasioner pada tingkat *first difference*, sehingga uji kointegrasi melalui *Johansen Cointegration Test* dapat dilakukan. Hasil dari uji kointegrasi ini adalah sebagaimana yang terangkum dalam Tabel 9. Hasil pengujian pada Tabel 9 menunjukkan bahwa dengan menggunakan taraf nyata 5%, terdapat empat persamaan yang terkointegrasi. Hal tersebut dapat dilihat saat nilai *Trace statistic* $>$ *Critical Value*. Informasi mengenai terdapatnya persamaan yang terkointegrasi ini akan dilanjutkan dengan menggunakan model *Vector Error Correction Model* (VECM)

Tabel 9 Hasil pengujian kointegrasi

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value
None *	0.898949	382.5217	273.1889
At most 1 *	0.750767	274.7914	228.2979
At most 2 *	0.665325	209.4911	187.4701
At most 3 *	0.629277	158.0451	150.5585
At most 4	0.583655	111.4071	117.7082
At most 5	0.399242	70.22368	88.80380
At most 6	0.378151	46.27418	63.87610
At most 7	0.233221	23.94647	42.91525
At most 8	0.138635	11.46530	25.87211
At most 9	0.090360	4.451189	12.51798

Catatan: Tanda * menunjukkan signifikan pada taraf 5%

Hasil uji kausalitas Granger adalah sebagaimana terangkum pada Tabel 10. Hasil uji ini menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan dua arah diantara variabel. Estimasi VECM dilakukan untuk melihat adanya hubungan jangka pendek dan jangka panjang. Pada jangka pendek terdapat koreksi kesalahan sebesar 0.294148, hal ini mengindikasikan untuk menuju keseimbangan jangka panjang diperlukan koreksi sebesar 0.294148 persen.

Tabel 10 Hasil kausalitas granger

HIPOTESIS	Prob.
LNISSI does not Granger Cause BIRATE	0.0027
LNISSI does not Granger Cause INFLASI	0.0473
LNISSI does not Granger Cause LNIPI	0.0005
LNIHSG does not Granger Cause LNISSI	0.0007
SET does not Granger Cause LNISSI	0.0162
LNISSI does not Granger Cause STI	0.0113
INFLASI does not Granger Cause BIRATE	0.0018
LNIPI does not Granger Cause BIRATE	0.0266
LNIHSG does not Granger Cause BIRATE	0.0216
KLSE does not Granger Cause BIRATE	0.0001
PLE does not Granger Cause BIRATE	0.0106
SET does not Granger Cause BIRATE	0.0028
STI does not Granger Cause BIRATE	0.0353
SET does not Granger Cause INFLASI	0.0159
LNEXCRATE does not Granger Cause LNIPI	0.002
LNEXCRATE does not Granger Cause LNIHSG	0.0301
LNEXCRATE does not Granger Cause PLE	0.0005
LNEXCRATE does not Granger Cause STI	0.0067
LNIHSG does not Granger Cause LNIPI	0.0099
KLSE does not Granger Cause LNIPI	0.0019
PLE does not Granger Cause LNIPI	0.0003
SET does not Granger Cause LNIPI	0.0063
LNIPI does not Granger Cause STI	0.0219
PLE does not Granger Cause LNIHSG	0.0416
LNIHSG does not Granger Cause STI	0.0194
KLSE does not Granger Cause STI	0.0203
PLE does not Granger Cause STI	0.0161
SET does not Granger Cause STI	0.0126

Hasil estimasi VECM pada jangka pendek menunjukkan bahwa IHSG pada *lag* pertama memengaruhi ISSI secara signifikan yaitu sebesar 0.581013. Artinya, apabila terjadi kenaikan IHSG sebesar satu persen maka ISSI naik sebesar 0.581013 persen. IPI pada *lag* pertama memengaruhi ISSI secara signifikan yaitu sebesar -0.343366. Artinya, apabila terjadi kenaikan IPI sebesar satu persen maka ISSI menurun sebesar 0.343366 persen. Adanya beberapa variabel yang tidak signifikan pada jangka pendek hal ini terjadi karena suatu variabel bereaksi terhadap variabel lainnya membutuhkan waktu (*lag*). Hasil pengujian terbukti adanya mekanisme penyesuaian dari jangka pendek ke jangka panjang yang ditunjukkan dengan kointegrasi kesalahan yang signifikan dan bernilai negatif.

Tabel 11 Hasil VECM

Variabel	Jangka panjang	
	Koefisien	T-statistic

BIRATE(-1)	-0.01679	[7.74881]*
INFLASI(-1)	0.00259	[-4.56381]*
LNEXCRATE(-1)	-0.57051	[14.4503]*
LNIP(-1)	0.25187	[-7.62925]*
LNIHSG(-1)	-0.18235	[6.38376]*
KLSE(-1)	-0.09817	[3.67986]*
PSE(-1)	0.25250	[-9.93541]*
SET(-1)	-0.02108	[1.11563]
STI(-1)	0.10272	[-3.55584]*
TREND(1)	0.00484	[-9.68086]*
C	5.27753	
Jangka pendek		
Variabel	Koefisien	T-statistic
COINTEQ1	-0.294148	[-2.21041]*
D(LNISSI(-1))	-0.080385	[-0.37470]
D(BIRATE(-1))	-0.006854	[-0.24503]
D(INFLASI(-1))	-0.010386	[-1.62335]
D(LNEXCRATE(-1))	0.301903	[1.14327]
D(LNIP(-1))	-0.343366	[-2.78965]*
D(LNIHSG(-1))	0.581013	[3.86501]*
D(KLSE(-1))	0.177372	[0.99338]
D(PSE(-1))	-0.147066	[-1.05477]
D(SET(-1))	-0.023721	[-0.18721]
D(STI(-1))	0.029047	[0.15089]
C	0.003968	[0.83771]

Catatan: Tanda * menunjukkan signifikan pada taraf 5%

Hasil estimasi VECM pada jangka panjang beberapa variabel menunjukkan hubungan signifikan positif yaitu inflasi sebesar 0.00259, IPI sebesar 0.25187, PSE sebesar 0.25250 dan STI 0.10272. Variabel yang mempengaruhi ISSI secara signifikan negatif adalah BI rate sebesar -0.01679, ER sebesar -0.57051, IHSG sebesar -0.18235, dan KLSE sebesar -0.09817.

Hasil VECM secara jangka panjang pada BI *rate* yang berpengaruh signifikan negatif terhadap ISSI, hasil ini serupa dengan temuan Hussin *et al.* (2012) yang menyatakan bahwa suku bunga berpengaruh negatif signifikan terhadap harga saham. Terjadinya perbedaan ini dikarenakan prinsip dasar ISSI yang berlandaskan syariah, dimana suku bunga adalah instrumen yang tidak sesuai syariah. Hasil korelasi positif dan signifikan ditunjukkan oleh variabel inflasi pada jangka panjang seperti pada penelitian Ruslim (2012), Subastine (2010), Wijayanti (2013), Suprihati (2013), Subastine (2010) hal ini dikarenakan kenaikan inflasi dipengaruhi *pull demand inflation* yang menyebabkan bertambahnya permintaan terhadap barang dan jasa mengakibatkan bertambahnya permintaan terhadap faktor-faktor produksi. Hal ini berbeda dengan penelitian Gitman (2001).

Variabel berikutnya adalah nilai tukar rupiah terhadap dolar AS (ER). Hasil riset menunjukkan bahwa ER berpengaruh signifikan negatif terhadap ISSI. Hasil ini sama dengan penelitian Kuwomu dan Victor (2011), Hussin *et al.* (2012) yang menunjukkan bahwa ER dan harga saham memiliki hubungan signifikan dan negatif. Signifikannya pengaruh ER terhadap ISSI mengindikasikan bahwa banyaknya jumlah investor asing yang menginvestasikan dananya di ISSI.

Variabel makro lainnya, yaitu IPI terbukti berpengaruh signifikan dan positif terhadap ISSI sesuai dengan hasil penelitian Prio (2010). Hasil studi menunjukkan bahwa peningkatan IPI sebesar satu persen akan meningkatkan ISSI sebesar 0.25187 persen. Peningkatan IPI akan memengaruhi harga saham melalui dampaknya terhadap keuntungan perusahaan. Ketika nilai IPI naik, maka kondisi sektor riil mengalami pertumbuhan positif. Ini berarti kinerja perusahaan mengalami peningkatan. Baiknya kinerja perusahaan, terutama perusahaan yang *listed* di bursa, akan memicu kenaikan harga saham perusahaan tersebut. Ini membuktikan adanya korelasi yang kuat antara kinerja sektor riil dengan indeks harga di pasar saham syariah .

Selanjutnya, dalam konteks hubungan antar pasar saham ASEAN dengan ISSI, hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar saham Philipina dan Singapura memengaruhi ISSI secara positif dan signifikan. Dari Tabel 11 di atas dapat diketahui bahwa kenaikan PSE sebesar satu persen akan meningkatkan ISSI sebesar 0.25250 persen. Demikian pula halnya dengan pasar saham Singapura yang memengaruhi ISSI secara positif dan signifikan. Kenaikan STI sebesar satu persen akan meningkatkan ISSI sebesar 0.10272 persen.

Berbeda dengan kedua pasar di atas, pasar saham Indonesia dan Malaysia justru berkorelasi negatif dan signifikan dengan ISSI, sedangkan pasar saham Thailand berkorelasi negatif namun tidak signifikan. Peningkatan indeks IHSG sebesar satu persen akan menurunkan ISSI sebesar 0.18235 persen. Sedangkan kenaikan KLSE sebesar satu persen akan menyebabkan penurunan ISSI sebesar 0.09817 persen. Sedangkan pasar saham Thailand yang tidak signifikan mempengaruhi ISSI memiliki arti penurunan saham Thailand tidak otomatis akan menaikkan harga saham yang terdaftar pada ISSI. Hasil riset ini mengindikasikan bahwa para investor lebih memilih untuk menginvestasikan dananya di pasar saham Indonesia dalam hal ini IHSG dan Malaysia dibandingkan dengan ISSI, jika pergerakan indeks pada kedua saham tersebut menunjukkan tren yang positif. Ini menunjukkan bahwa pasar saham kedua negara tersebut adalah kompetitor bagi pasar saham syariah domestik. Disinilah kemampuan Indonesia diuji, bagaimana pasar saham syariah negeri ini mampu menarik sebanyak-banyaknya dana investasi bagi kemajuan dan stabilitas perekonomian nasional.

Pada Gambar 5 menunjukkan hasil *Impulse Response Function* (IRF), dapat diketahui bahwa ketika terjadi guncangan pada *BI Rate*, maka ISSI akan merespon secara negatif pada bulan kedua, dan kemudian menurun secara drastis hingga bulan ketiga. Setelah itu mengalami fluktuasi hingga bulan ke-13, dan baru kemudian mencapai kestabilan.

Ketika terjadi guncangan terhadap inflasi, ISSI akan merespon negatif mulai bulan kedua, kemudian berfluktuasi dan kembali stabil mulai bulan ke-14 hingga akhir periode pengamatan. Demikian pula halnya dengan ER. Ketika terjadi guncangan pada nilai tukar rupiah terhadap dolar AS, maka ISSI akan merespon secara negatif pada bulan kedua hingga bulan keempat, kemudian setelah itu kondisi relatif stabil, meski masih terdapat fluktuasi yang relatif sangat kecil.

Variabel makroekonomi selanjutnya adalah inflasi, ISSI merespon secara negatif terhadap gejolak yang terjadi pada inflasi bulan kedua. Kemudian turun dan mengalami fluktuasi hingga bulan ke-14. Setelah itu ISSI kembali stabil di respon negatif. Pada ER ISSI merespon secara negatif terhadap gejolak yang terjadi pada ER hingga bulan keempat. Kemudian mengalami fluktuasi hingga bulan ke-17. Setelah itu ISSI kembali stabil di respon negatif.

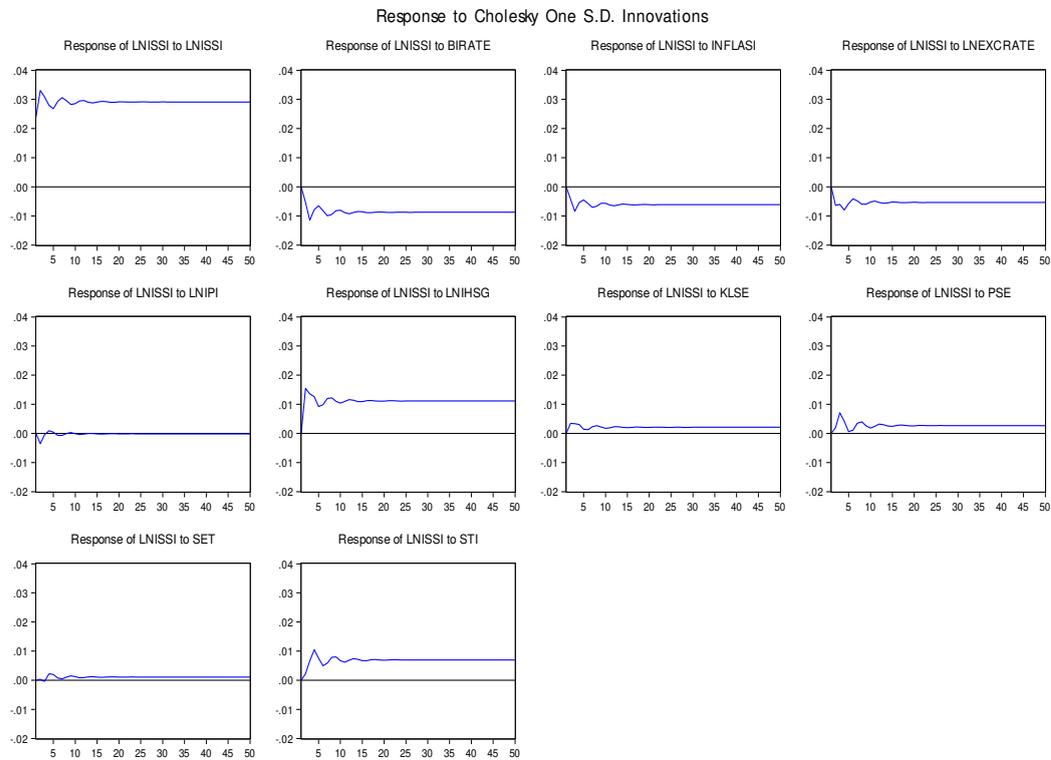
Adapun terhadap guncangan yang menimpa jumlah uang yang beredar IPI, ISSI relatif tidak terlalu merespon secara drastis. Dengan kata lain, tingkat fluktuasinya sangat kecil. ISSI merespon negatif pada bulan kedua, kemudian direspon positif pada bulan keempat. Pada bulan keenam, ISSI kembali meresponnya secara negatif. Respon positif muncul pada bulan kedelapan dan setelah itu kembali stabil hingga akhir periode pengamatan. Dalam konteks keterkaitan dengan pasar saham ASEAN, ISSI akan merespon secara positif guncangan terhadap IHSG, KLSE, PSE, SET dan STI.

Dalam konteks keterkaitan dengan pasar saham ASEAN, ISSI akan merespon secara positif guncangan terhadap IHSG, ketika terjadi guncangan pada IHSG, maka ISSI akan merespon secara positif pada bulan ketiga. Pada periode kedua hingga periode ketiga guncangan sebesar satu standar deviasi pada IHSG akan mengakibatkan peningkatan ISSI sebesar 1.54 persen kemudian setelah itu terdapat fluktuasi hingga bulan ke-14 dan setelah itu relatif stabil hingga akhir periode pengamatan.

Ketika pasar saham Malaysia mengalami *shock*, ISSI akan merespon secara positif terhadap KLSE pada bulan kedua, setelah itu stabil di respon positif terhadap pasar Malaysia, Gambar 5 juga menunjukkan bahwa ketika terjadi gejolak pada pasar saham syariah Malaysia pada periode kesembilan hingga akhir pengamatan. Sedangkan terkait pasar saham Singapura, maka guncangan pada STI pada mulanya akan direspon secara positif di bulan kedua kemudian meningkat sampai periode keempat, setelah itu kembali stabil setelah periode ke-13 meskipun sempat mengalami fluktuasi.

Pada pasar saham Thailand dan Philipina, ISSI merespon secara positif terhadap guncangan yang terjadi pada keduanya. Pada pasar saham Philipina sempat terjadi fluktuasi pada periode ketiga dan kemudian kembali relatif stabil pada periode pada periode ke-13. Pada pasar saham Thailand guncangan direspon negatif pada periode ketiga kemudian naik pada periode keempat dan mulai mencapai kestabilan pada periode kedelapan hingga akhir periode pengamatan

Dari penjelasan di atas, dapat disimpulkan bahwa ISSI paling cepat mencapai kestabilan ketika merespon guncangan yang terjadi terhadap IPI, dibandingkan dengan variabel-variabel lainnya.



Gambar 5 Hasil Impulse Response Function

Dari hasil FEVD terhadap ISSI terlihat bahwa pada bulan pertama, kontribusi terhadap keragaman (*variability*) indeks ISSI 100 persen berasal dari ISSI itu sendiri. Prosentase ini kemudian mengalami penurunan secara bertahap hingga akhir periode pengamatan.

Pada akhir periode pengamatan atau pada bulan ke-50, variabel-variabel memiliki nilai yang beragam, *BI Rate* memberikan kontribusi sebesar 3.09 persen, inflasi 1.79 persen, ER sebesar 4.64 persen, dan IPI sebesar 1.96 persen. Hal menarik dari hasil ini adalah masih besarnya kontribusi suku bunga Bank Indonesia terhadap keragaman ISSI. Ini menunjukkan perilaku investor yang tidak sepenuhnya loyalis syariah, sehingga mereka masih membandingkan keuntungan berinvestasi di pasar modal syariah dengan di pasar uang konvensional. Sementara itu, kontribusi pasar saham ASEAN terhadap keragaman ISSI juga bervariasi. IHSG memberikan kontribusi sebesar 7.73 persen, KLSE sebesar 1.14 persen, PSE sebesar 0.59 persen, dan SET sebesar 0.01 persen dan STI 0.85 persen. Hasil ini mengindikasikan IHSG dan kemudian pasar saham Malaysia sebagai negara tetangga terdekat Indonesia, memiliki kontribusi yang paling besar terhadap keragaman ISSI dibandingkan dengan ketiga negara lainnya, disamping itu Malaysia merupakan negara yang memiliki PDB tertinggi di ASEAN dari obligasi pada periode 2014 yaitu sebesar 102 persen.

Keberadaan Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA) 2015 diharapkan untuk memperkuat daya saing dan daya tawar dari negara-negara ASEAN di pasar internasional. Pembentukan MEA akan memperkuat posisi negara-negara anggota dalam berurusan dengan negosiasi internasional. Diharapkan bahwa realisasi MEA akan meningkatkan kerja sama regional dan daya tawar dari negara-negara anggota, seperti dalam negosiasi mengenai perjanjian perdagangan bebas (FTA). Namun, hal ini juga perlu dicatat bahwa peningkatan daya saing tidak akan terjadi secara otomatis, segera atau secara bersamaan. Liberalisasi memerlukan risiko yang terkait dengan kesiapan negara bersangkutan dan mereka akan lebih rentan terhadap fluktuasi eksternal. Juga akan ada kompetisi di antara negara-negara anggota (intra-ASEAN) karena penghapusan hambatan untuk aliran barang, jasa, investasi, tenaga kerja terampil dan terakhir namun tidak sedikit yaitu modal.

MEA 2015 merupakan tantangan baru untuk Indonesia. Tantangan untuk Indonesia dalam mengantisipasi MEA antara lain adalah memperoleh dukungan penuh dari seluruh *stakeholders*, dalam hal kebijakan ekonomi, peningkatan kualitas tenaga kerja domestik yang lebih baik pasar dan pelaku bisnis. Indonesia sebagai bagian dari komunitas ASEAN harus berusaha untuk meningkatkan kualitas domestik untuk mengambil kesempatan dan bersaing dengan negara-negara ASEAN lainnya, sehingga kemungkinan kehilangan daya saing dalam wilayah sendiri dalam pembentukan MEA dapat diminimalkan

Berdasarkan hasil analisis analisis pengaruh indikator makroekonomi dan indeks saham regional ASEAN terhadap pasar saham syariah Indonesia (ISSI) periode tahun 2011 – 2015, maka dapat dirumuskan beberapa implikasi manajerial untuk terus mendorong ke pasar modal khususnya pada Indeks Saham Syariah Indonesia :

Bagi investor, dalam berinvestasi perlu memperhatikan kondisi makroekonomi dan kondisi *return* yang ditawarkan oleh pasar saham. Hasil estimasi VECM pada jangka panjang beberapa variabel menunjukkan hubungan signifikan positif yaitu inflasi sebesar 0.00259, IPI sebesar 0.25187, PSE sebesar 0.25250 dan STI 0.10272. Variabel yang mempengaruhi ISSI secara signifikan negatif adalah BI rate sebesar -0.01679, ER sebesar -0.57051, IHSG sebesar -0.18235, dan KLSE sebesar -0.09817. Pada variabel makroekonomi pada jangka panjang investor perlu mencermati pengaruh signifikan positif dan negatif jangka panjang dalam berinvestasi. Pengaruh positif pada jangka panjang terdapat pada variabel inflasi dan IPI. Sedangkan pengaruh signifikan negatif diberikan oleh BI rate dan ER.

Pada variabel makroekonomi pengaruh signifikan positif pada inflasi dikarenakan *pull demand inflation*, sedangkan ketika nilai IPI naik, maka kondisi sektor riil mengalami pertumbuhan positif. Ini berarti kinerja perusahaan mengalami peningkatan. Baiknya kinerja perusahaan, terutama perusahaan yang *listed* di bursa, akan memicu kenaikan harga saham perusahaan tersebut. Ini membuktikan adanya korelasi yang kuat antara kinerja sektor riil dengan indeks harga di pasar saham syariah. Sedangkan pengaruh signifikan negatif yang ditunjukkan oleh variabel BI terhadap ISSI hal ini sesuai dengan nilai syariah bahwa suku bunga bertentangan dengan nilai syariah, Pada Exchange Rate pengaruh signifikan negatif perlu

dicermati investor hal ini mengindikasikan bahwa banyaknya jumlah investor asing yang menginvestasikan dananya di ISSI.

Pada pasar saham ASEAN pengaruh pasar saham Indonesia dalam hal ini IHSG dan Malaysia justru berkorelasi negatif dan signifikan dengan ISSI, sedangkan pasar saham Thailand berkorelasi negatif namun tidak signifikan. pergerakan indeks yang menunjukkan tren yang positif mengindikasikan bahwa pasar saham kedua negara tersebut adalah kompetitor bagi pasar saham syariah domestik. Disinilah kemampuan Indonesia diuji, bagaimana pasar saham syariah negeri ini mampu menarik sebanyak-banyaknya dana investasi bagi kemajuan dan stabilitas perekonomian nasional.

Berdasarkan hasil IRF dalam konteks keterkaitan dengan pasar saham ASEAN, ISSI akan merespon secara positif guncangan terhadap IHSG, KLSE, PSE, SET dan STI. Pada IHSG dalam periode kedua hingga periode ketiga guncangan sebesar satu standar deviasi pada IHSG akan mengakibatkan peningkatan ISSI sebesar 1.54 persen kemudian setelah itu terdapat fluktuasi yang hingga bulan ke-14 dan setelah itu relatif stabil hingga akhir periode pengamatan. Terkait variabel makroekonomi ISSI paling cepat mencapai kestabilan ketika merespon guncangan yang terjadi terhadap IPI, dibandingkan dengan variabel-variabel lainnya.

Hasil FEVD pada akhir periode pengamatan atau pada bulan ke-50, variabel-variabel memiliki nilai yang beragam, *BI Rate* memberikan kontribusi sebesar 3.09 persen, inflasi 1.79 persen, ER sebesar 4.64 persen, dan IPI sebesar 1.96 persen. Hal menarik dari hasil ini adalah masih besarnya kontribusi suku bunga Bank Indonesia terhadap keragaman ISSI. Ini menunjukkan perilaku investor yang tidak sepenuhnya loyalis syariah, sehingga mereka masih membandingkan keuntungan berinvestasi di pasar modal syariah dengan di pasar uang konvensional. Sementara itu, kontribusi pasar saham ASEAN terhadap keragaman ISSI juga bervariasi. IHSG memberikan kontribusi sebesar 7.73 persen, KLSE sebesar 1.14 persen, PSE sebesar 0.59 persen, dan SET sebesar 0.01 persen dan STI 0.85 persen.

Bagi pemerintah, saham syariah merupakan alternatif investasi yang dipertimbangkan dengan pertumbuhan yang senantiasa meningkat, dari hasil analisa masih diperlukan penguatan pada sektor riil dan perumusan formulasi yang efektif untuk meminimalkan pengaruh suku bunga sehingga pasar saham syariah dapat terbebas dari pengaruh suku bunga. Agar daya tahan pasar saham syariah Indonesia bisa semakin kuat perlu dibangun *early warning system* atau sistem peringatan dini untuk mendeteksi dan mengatasi dampak dari gejolak yang terjadi di pasar saham negara lain. Diperlukan peran pemerintah untuk mengantisipasi MEA yaitu dukungan penuh dari seluruh *stakeholders*, kebijakan ekonomi yang tepat, peningkatan kualitas tenaga kerja domestik yang lebih baik pasar dan juga dukungan dari pelaku bisnis. Indonesia sebagai bagian dari komunitas ASEAN harus berusaha untuk meningkatkan kualitas domestik untuk mengambil kesempatan dan bersaing dengan negara-negara ASEAN lainnya, sehingga kemungkinan kehilangan daya saing dalam wilayah sendiri dalam pembentukan MEA dapat diminimalkan.

5 Simpulan dan Saran

Berdasarkan hasil penelitian maka diperoleh beberapa kesimpulan. Pertama, hasil analisis VECM menunjukkan bahwa pada jangka pendek, hanya IHSG dan IPI yang memengaruhi ISSI secara signifikan. Sedangkan pada jangka panjang beberapa variabel menunjukkan hubungan signifikan positif yaitu inflasi, IPI, PSE dan STI. Variabel yang mempengaruhi ISSI secara signifikan negatif adalah BI rate, ER, IHSG, dan KLSE.

Kedua, hasil IRF menunjukkan bahwa ISSI mengalami fluktuasi dalam merespon guncangan atau shock yang terjadi terhadap seluruh variabel makroekonomi dan pasar saham ASEAN yang diamati, sebelum kemudian mencapai kestabilan. IRF dalam konteks keterkaitan dengan pasar saham ASEAN, ISSI akan merespon secara positif guncangan terhadap IHSG, KLSE, PSE, SET dan STI. Waktu yang diperlukan untuk mencapai kondisi stabil ini berbeda-beda di antara variabel tersebut. ISSI paling cepat mencapai kestabilan ketika merespon guncangan pada IPI. Ketiga, hasil analisis FEVD menunjukkan bahwa setiap variabel memiliki kontribusi yang berbeda-beda terhadap keragaman ISSI. Di akhir periode pengamatan, IHSG adalah variabel yang memiliki kontribusi paling besar, sementara IPI adalah variabel yang memiliki kontribusi yang paling kecil.

Penguatan pada sektor riil perekonomian masih diperlukan. Hasil VECM dan FEVD menjadi bukti bahwa variabel IPI memiliki posisi yang sangat strategis karena IPI memiliki hubungan jangka panjang yang signifikan dengan ISSI, dan masih berkontribusi minim terhadap keragaman ISSI sebesar 1.96 persen. Oleh karena itu, pemerintah harus meningkatkan pertumbuhan sektor riil

Perlu dirumuskan formulasi yang efektif untuk meminimalisir pengaruh suku bunga terhadap pasar modal syariah, karena hasil riset menunjukkan bahwa BI Rate masih memiliki kontribusi terhadap keragaman ISSI sebesar 3.09 persen dan memiliki hubungan signifikan dengan ISSI pada jangka panjang. Formulasi ini sangat penting sehingga baik pasar saham syariah maupun pasar keuangan syariah secara umum, bisa terbebas sepenuhnya dari pengaruh suku bunga.

Perlu dibangun early warning system atau sistem peringatan dini untuk mendeteksi dan mengatasi dampak dari gejolak yang terjadi di pasar saham negara lain. Tujuannya agar daya tahan pasar saham syariah Indonesia bisa semakin kuat sehingga dapat ikut terlibat menjaga stabilitas perekonomian nasional karena akan sangat memengaruhi kinerja pasar saham syariah nasional Beik (2014). MEA 2015 merupakan tantangan baru untuk Indonesia untuk mengantisipasi MEA diperlukan dukungan penuh dari seluruh stakeholders, kebijakan ekonomi yang tepat, peningkatan kualitas tenaga kerja domestik yang lebih baik pasar dan pelaku bisnis. Indonesia sebagai bagian dari komunitas ASEAN harus berusaha untuk meningkatkan kualitas domestik untuk mengambil kesempatan dan bersaing dengan negara-negara ASEAN lainnya, sehingga kemungkinan kehilangan daya saing dalam wilayah sendiri dalam pembentukan MEA dapat diminimalkan.

Daftar Pustaka

- Ang. 1997. Buku pintar pasar modal Indonesia, Mediasoft, Jakarta
Anoraga. 2001. Pengantar Pasar Modal. Rineka Cipta
Ardiansyah. 2011. Pengaruh variabel makroekonomi terhadap pasar saham Indonesia. [tesis]. Yogyakarta (ID) : Universitas Gajah Mada.
Asih 2013. *Dampak Guncangan Makroekonomi Terhadap JII dan IHSG. Tesis Sekolah Pascasarjana*. IPB.

- Beik, Wardhana. 2011. *Pengaruh Indeks Harga Saham Syariah Internasional Dan Variabel Makro Ekonomi Terhadap Jakarta Islamic Index*. Al-Iqtishad: Vol. VI No. 2, Juli 2014, pp 155-178
- Dornbusch, Rudiger, Stanley F. 2004. *Ekonomi Makro*. Julius AM, Penerjemah. Jakarta (ID): Media Global Edukasi. Terjemahan dari: *Macro Economic*
- Enders, 1995. *Applied Econometric Time Series (Wiley series in probability and mathematical statistics)* Include bibliographical references. John Wiley & Son, Inc.
- Gitman H. 2001. *Money Market* 2nd ed. New Jersey (US): Pearson Education.
- Halim. 2013. Pengaruh makro ekonomi terhadap *return* saham kapitalisasi besar di bursa efek Indonesia. *FINESTA*. 1(2): 108-113.
- Firdaus, 2012. *Aplikasi ekonometrika untuk data panel dan time series*. Penerbit IPB Press. Bogor
- Hussin MY, Muhammad F, Abu MF, Awang SA. 2012. *Macroeconomic Variables and Malaysian Islamic Stock Market: A time series Analysis*. *Journal of Business Studies Quarterly*. Volume 3. No 4, pp 1-13
- Immanuel 2015. *Analisis Pengaruh Indikator Makroekonomi Dan Indeks Saham Regional Asean Terhadap Pasar Saham Indonesia (IHSG) Periode Pada Tahun 2009-2014*[Jurnal]. Malang. Universitas Brawijaya
- Jogiyanto. 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta (ID): BPF.
- Juanda, Junaidi. 2012. *Ekonometrika Deret Waktu : Teori dan Aplikasi*. PT. Penerbit IPB Press. Bogor
- Kuwomu, JKM & ON. Victor. 2011. *Macroeconomic Variables and Stock Market Returns: Full Information Maximum Likelihood Estimation*. *Journal of Finance and Accounting*. Vol. 2 No.4.
- Kurniawan. 2014. Hubungan kausalitas BI rate, inflasi, nilai tukar dan indeks harga saham gabungan (IHSG) di bursa efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan (JAKA)*. 1(1): 1-9
- McConnell CR, Brue SL. 2002. *Economics: Principles, Problem, and Policies*. United States (US): McGraw-Hill.
- OJK. 2015. *Statistik Mingguan Pasar Modal*. September, Minggu ketiga
- OJK. 2015. *Road Map Pasar Modal Syariah 2015-2019*. Direktorat Pasar Modal Syariah Otoritas Jasa Keuangan
- Pratiwi, Hendrawan. 2014. Pengaruh indeks harga saham gabungan, faktor ekonomi makro dan indeks Dow Jones *industrial average* terhadap indeks harga saham LQ 45 Periode 2008-2012 dalam keputusan investasi. *Jurnal Manajemen Indonesia*. 14(1): 17-35
- Prio, 2010. *Pengaruh pasar saham dunia dan variabel makroekonomi terhadap IHSG dan LQ 45*. *Tesis Sekolah Pascasarjana*. IPB
- Putri, 2014. *Analysis: Recent developments in ASEAN capital markets*. [Internet]. [diunduh pada 2015 November 8]. Tersedia pada <http://www.thejakartapost.com/news/2014/12/24/analysis-recent-developments-asean-capital-markets.html>,
- Riantani, Tambunan. 2013. Analisis pengaruh variabel makroekonomi dan indeks global terhadap *return* saham. *Working Paper Seminar Nasional Teknologi Informasi & Komunikasi Terapan 2013*. 532-537

- Ruslim, 2012. Variabel ekonomi makro dan indeks harga saham gabungan. *Jurnal Ekonomi*. 17(1): 97-107
- Salvatore, Dominick. 2008. *Teori dan Soal-soal Mikro Ekonomi*. Rudi Sitompul, penerjemah. Jakarta(ID): Erlangga. Terjemahan dari : *Theory and Problem of Micro Economic Theory, 3rd edition*
- Subastine. 2010. Pengaruh variabel makroekonomi dan indeks harga saham luar negeri terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal Ekonomi Manajemen Sumber Daya*. 11(2): 143-156
- Suprihati. 2013. Analisis pengaruh variabel makro ekonomi terhadap indeks harga saham gabungan periode 2001-2011. *Jurnal Akuntansi dan Pajak*. 13(1): 22-34
- Sutedi, 2011. Pasar Modal Syariah (Sarana investasi Keuangan Berdasarkan Prinsip Syariah). Sinar Grafika. Jakarta
- Wahyudi. 2003. *Makro ekonomi*. Jakarta (ID): Erlangga.
- Wijayanti. 2013. Pengaruh beberapa variabel makroekonomi dan indeks pasar modal dunia terhadap pergerakan indeks harga saham gabungan (IHSG) di BEI. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB*. 1(2): 1-22 www.idx.co.id