

**ANALISIS PENGARUH SUKU BUNGA, NILAI TUKAR DAN INDEKS HARGA
KONSUMEN TERHADAP JAKARTA ISLAMIC INDEX (JII)**
(periode Januari 2005 - Desember 2016)

Maritsa Nurfitri, Sugeng Wahyudi, Harjum Muharam¹
Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Diponegoro
Email: maritsanur@gmail.com

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis hubungan kausalitas antara indeks saham *Jakarta Islamic Index* (JII), suku bunga BI dan nilai tukar, serta pengaruh indeks harga konsumen terhadap ketiga variabel tersebut. Penelitian ini memiliki tiga variabel endogen yaitu indeks saham JII, suku bunga BI dan nilai tukar, sedangkan variabel eksogen pada penelitian ini adalah indeks harga konsumen yang merupakan indikator dari inflasi. Objek dari penelitian ini adalah seluruh data bulanan keempat variabel tersebut selama periode Januari 2005-Desember 2016.

Teknik analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis pada penelitian ini adalah *Vector Autoregressive* (VAR). Tahapan yang dilakukan dalam metode VAR pada penelitian ini meliputi uji stasioneritas data dengan menggunakan uji *Augmented Dickey Fuller* (*ADF test*), estimasi model VAR yang meliputi penentuan lag optimal, uji statistik-t, uji statistik-F, dan pengamatan koefisien determinasi, uji kausalitas Granger, serta analisis *Impulse Response Function* (IRF) dan analisis *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD).

Hasil penelitian yang telah dilakukan menunjukkan bahwa indeks saham JII dipengaruhi secara signifikan oleh indeks saham JII pada sebulan sebelumnya dan oleh nilai tukar. Berdasarkan uji kausalitas *granger* terdapat hubungan kausalitas dua arah antara indeks saham JII dengan nilai tukar. Uji tersebut juga membuktikan bahwa indeks saham JII dan nilai tukar memiliki pengaruh terhadap suku bunga BI. Indeks harga konsumen sebagai variabel eksogen tidak terbukti memiliki pengaruh signifikan terhadap ketiga variabel endogen pada penelitian ini.

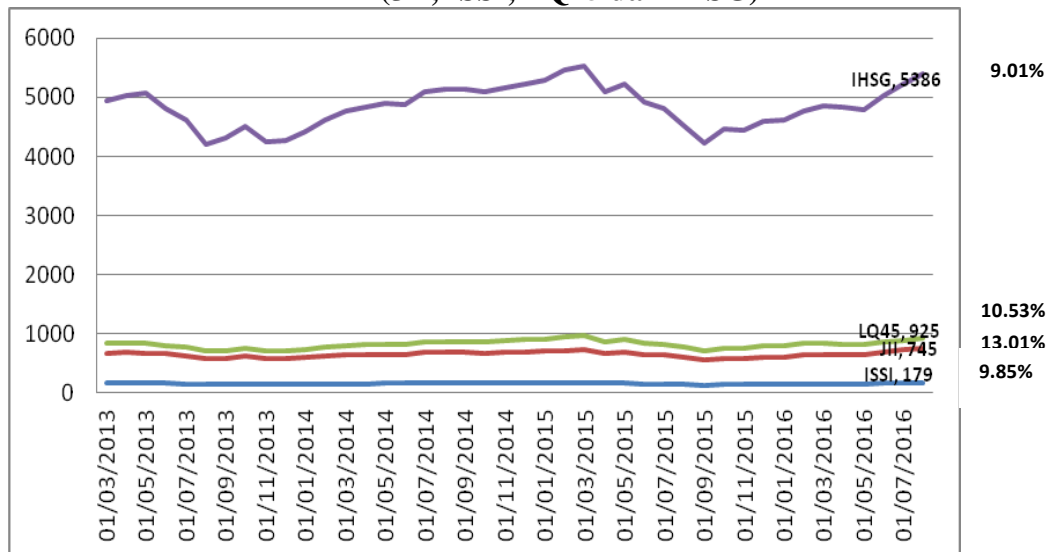
Kata kunci: Indeks Saham *Jakarta Islamic Index*, Suku Bunga BI, Nilai Tukar (Kurs USD/IDR), Indeks Harga Konsumen, *Vector Autoregressive* (VAR)

PENDAHULUAN

Investasi di Indonesia beberapa tahun terakhir tercatat mengalami pertumbuhan yang cukup bagus yang ditandai dengan tumbuhnya beberapa indeks di pasar modal Indonesia seperti Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), LQ45, *Jakarta Islamic Index* (JII), dan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Berikut merupakan perkembangan harga saham indeks pasar modal Indonesia yang terdiri dari Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), LQ45, Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dan *Jakarta Islamic Index* (JII) selama tiga tahun terakhir, yaitu sejak Bulan Maret 2013 hingga Agustus 2016, yang dapat digambarkan pada grafik dibawah ini:

¹ Sugeng Wahyudi dan Harjum Muharam merupakan dosen Program Studi Magister Manajemen, Universitas Diponegoro. Maritsa Nurfitri merupakan lulusan Program Studi Magister Manajemen, Universitas Diponegoro. Jurnal ini dibuat berdasarkan supervisi dari Prof. Dr. H. Sugeng Wahyudi, M.M dan Dr. Harjum Muharam, SE, ME.

Gambar 1
Grafik Perbandingan Pertumbuhan Nilai Tiga Indeks Saham di Indonesia
(JII, ISSI, LQ45 dan IHSG)



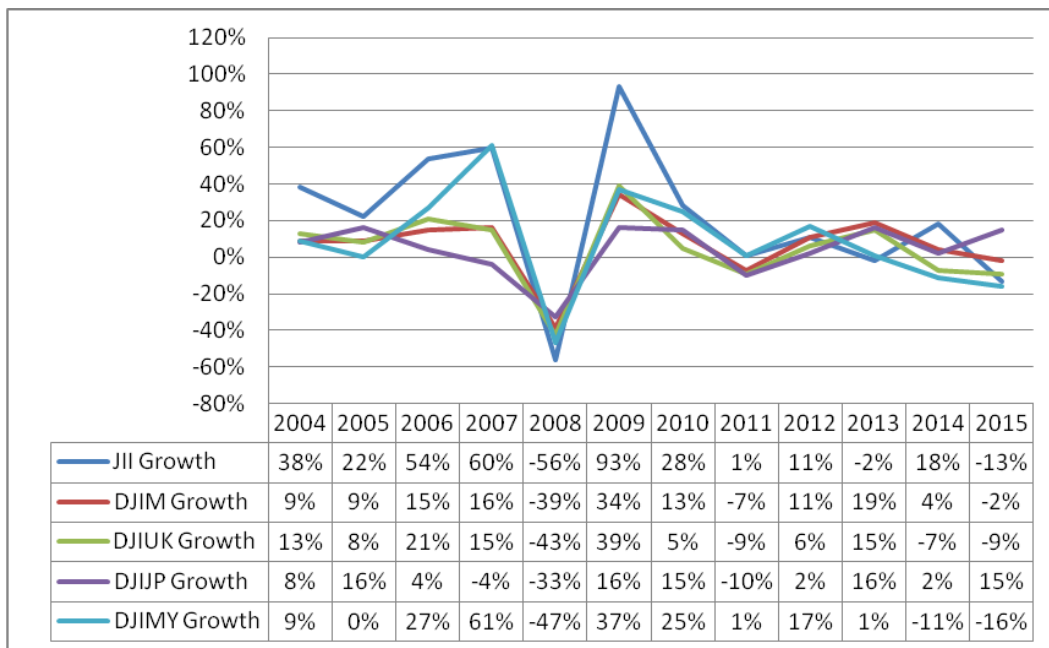
Sumber: Yahoo Finance and *Bloomberg*

Grafik pada Gambar 1 diatas menampilkan fakta bahwa JII merupakan indeks yang memiliki pertumbuhan paling tinggi dibanding dengan indeks LQ45, Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Hal ini menunjukkan bahwa tren harga saham-saham syariah yang tercatat pada indeks JII naik melebihi indeks lainnya pada Gambar diatas.

Kekhawatiran investor muslim untuk berinvestasi di pasar modal merupakan salah satu penyebab dibentuknya pasar modal syariah. Hal ini terbukti dengan pertumbuhan indeks saham syariah yang lebih tinggi dibandingkan dengan indeks lainnya di Indonesia. Perbedaan indeks syariah dibandingkan indeks konvensional ialah proses perdagangannya yang harus sesuai dengan aturan syariah islam yaitu terbebas dari spekulasi, manipulasi, riba dan kedzaliman lainnya seperti yang telah ditetapkan dalam Fatwa DSN no 80 tahun 2011. Emiten yang tercatat pada indek syariah ialah mereka yang memenuhi kriteria syariah yaitu bukan termasuk usaha perjudian, usaha lembaga keuangan yang menetapkan konsep *ribawi* dan melakukan jual beli yang beresiko mengandung *gharar* dan atau *maysir*, usaha yang memproduksi, mendistribusikan serta memperdagangkan produk yang tergolong haram, merusak moral serta bersifat mudhorot. Emiten yang boleh menerbitkan efek syariah adalah mereka yang memenuhi kriteria penerbitan daftar efek syariah yang dimuat dalam peraturan II.K.1 menurut Keputusan Ketua Bapepam-LK Nomor: KEP-134/BL/2007, yaitu perusahaan yang total hutang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82% dan total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan tidak lebih dari 10%.

Jakarta Islamic Index (JII) merupakan indeks yang terdiri dari saham-saham dari 30 perusahaan paling likuid yang memenuhi kriteria syariah menurut Dewan Syariah Nasional dan MUI (Hanafi, 2011). JII resmi didirikan pada 3 Juni 2000. Dibentuknya JII pada tahun tersebut merupakan pengaruh dari dilahirkannya Indeks Saham Syariah pertama oleh Amerika Serikat bernama *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIM) pada tahun 1999 (*Ibid*). Berikut merupakan pertumbuhan indeks *Jakarta Islamic Index* (JII) dan beberapa indeks syariah *Dow Jones Islamic Market* di beberapa negara:

Grafik 2
Grafik Pertumbuhan Indeks Saham Syariah di Indonesia, Amerika, Inggris, Jepang dan Malaysia Periode Tahun 2004-2016



Sumber: Bloomberg

Pertumbuhan rata-rata indeks *Jakarta Islamic Index* (JII) dalam satu dekade terakhir tersebut menunjukkan peningkatan yang cukup signifikan dibandingkan indeks syariah *Dow Jones Islamic Market* di Amerika, Inggris, Jepang dan Malaysia. Pertumbuhan JII tercatat mengalami penurunan pada tahun 2008, 2013 dan 2015. Krisis *subprime mortgage* pada tahun 2008 mempengaruhi kinerja pasar saham seluruh dunia, tidak terkecuali pada indeks saham syariah. Meskipun begitu, pertumbuhan JII pada tahun 2008 tersebut tercatat mengalami penurunan lebih besar dibanding keempat indeks syariah lainnya yaitu dengan persentase sebesar 56%. Menurunnya pertumbuhan indeks *Jakarta Islamic Index* (JII) pada tahun 2013 disebabkan oleh kebijakan stimulus The FED untuk mengurangi *Quantitative Easing* (QE) dan melemahnya nilai tukar akibat menurunnya angka ekspor. Kebijakan The FED tersebut menyebabkan pemerintah menyesuaikan suku bunga acuannya, sehingga perubahan suku bunga tersebut juga akan mempengaruhi pergerakan harga saham di Indonesia, khususnya pada indeks harga saham JII. Meningkatnya suku bunga dapat menyebabkan investor mengalihkan dananya ke bank dibandingkan berinvestasi di pasar modal. Penurunan pertumbuhan indeks JII tahun 2015 dipicu oleh melemahnya kegiatan ekspor dan impor dan adanya ketidakpastian kenaikan suku bunga FED. Dengan kata lain, penurunan indeks JII tersebut dipicu oleh fluktuasi nilai faktor-faktor ekonomi makro baik di dalam negeri maupun luar negeri.

LANDASAN TEORI

Tandelilin (2000) menyatakan bahwa elemen makroekonomi seperti suku bunga, nilai tukar dan laju pertumbuhan inflasi yang pada penelitian ini diproksikan dengan Indeks Harga Konsumen (IHK) telah terbukti secara empirik berpengaruh terhadap kondisi pasar modal di beberapa negara. Jika indikator makroekonomi mendatang diperkirakan

buruk, kemungkinan besar indeks harga saham mengalami penurunan, begitupun sebaliknya (Ang, 1997). Dengan kata lain, pergerakan harga indeks saham JII dapat dipicu oleh pergerakan suku bunga, nilai tukar dan IHK, sehingga hipotesis dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Hubungan suku bunga BI dan Jakarta Islamic Index

Mangala dan Rani (2015) melakukan penelitian yang menemukan hasil bahwa terdapat hubungan kausalitas jangka panjang antara indeks saham di India (NIFTY) dengan suku bunga. Teori signalling menerangkan bahwa informasi yang terpublikasi dapat dijadikan sinyal bagi investor untuk membeli, menahan atau menjual saham yang mereka miliki. Ang (1997) menjelaskan bahwa informasi baik seperti turunnya suku bunga, menguatnya nilai tukar rupiah, maupun menurunnya Indeks Harga Konsumen yang diikuti oleh penurunan harga saham merupakan pertanda negatif (Bearish-Sign). Pada kondisi sebaliknya yaitu ketika informasi baik diikuti dengan kenaikan harga saham merupakan pertanda positif (Bullish-Sign) pada pasar modal. The pure theory of interest menjelaskan bahwa semakin tinggi tingkat bunga, kehendak masyarakat untuk berinvestasi akan menurun. Emiten yang berhak menerbitkan efek syariah adalah emiten yang total hutang berbasis bunga tidak lebih dari 82% dibandingkan dengan total ekuitas (hutang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 45:55) dan total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan tidak lebih dari 10%. Karena emiten pada pasar modal syariah tidak mungkin dapat sepenuhnya terbebas dari bunga, maka kenaikan suku bunga BI juga dapat berdampak pada perusahaan dimana saham mereka tercatat pada indeks syariah. Disisi lain, fluktuasi nilai indeks saham juga dapat mempengaruhi tingkat suku bunga. Hal ini sesuai dengan teori bunga aliran klasik (*The Pure Theory of Interest*) yang mengemukakan bahwa semakin rendah suku bunga, maka investor akan lebih terdorong untuk melakukan aktivitas investasi sebab biaya penggunaan dana (*Cost of Capital*) semakin kecil. Harianto dan Sudomo (1998) mengatakan bahwa Bank Indonesia akan menurunkan tingkat bunga sehingga emiten maupun investor lebih mudah melakukan investasi. Pemerintah akan membuat kebijakan untuk menurunkan suku bunga ketika nilai sebuah indeks menurun, agar pemodal cenderung mengalihkan uangnya kembali untuk membeli *stock* dan secara otomatis perdagangan pasar modal di Indeks tersebut dapat tumbuh kembali.

H1 Terdapat hubungan kausalitas antara suku bunga BI dan Jakarta Islamic Index.

2. Hubungan nilai tukar dan Jakarta Islamic Index

Penelitian yang dilakukan oleh Singh (2015) dan Mangala dan Rani (2015) mengenai hubungan nilai tukar dengan indeks saham menyimpulkan bahwa terdapat hubungan kausalitas jangka panjang antara indeks saham di India (NIFTY) dengan nilai tukar. Teori *signalling* beranggapan bahwa nilai tukar sebagai salah satu variabel makroekonomi dapat dijadikan sinyal bagi investor untuk melakukan aktivitas investasi (Hartono, 2009). Teori *flow oriented* memuat pemikiran bahwa perubahan nilai tukar/kurs dapat mempengaruhi daya saing perusahaan (Singh, 2015b). Harianto dan Sudomo (1998) menjelaskan bahwa melemahnya nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing, khususnya US Dollar, memiliki pengaruh negatif terhadap ekonomi dan pasar modal. Pada kondisi sebaliknya, yaitu saat mata uang rupiah mengalami kenaikan terhadap

USD, investor cenderung akan lebih suka untuk menanamkan modalnya dengan berinvestasi pada instrumen saham perusahaan di pasar modal Indonesia. Disisi lain, fluktuasi nilai indeks saham juga dapat mempengaruhi nilai tukar. Teori *stock oriented* menyatakan bahwa pergerakan pada harga saham dapat mempengaruhi pergerakan nilai tukar (Singh, 2015b).

H2 Terdapat hubungan kausalitas antara nilai tukar dan Jakarta Islamic Index.

3. Hubungan suku bunga dengan nilai tukar

Penelitian Musembi (2013) menyimpulkan bahwa nilai tukar dan suku bunga di Kenya memiliki hubungan jangka panjang. Hubungan kedua variabel ini sesuai dengan Teori Internasional Efek Fisher. Teori IFE menyatakan bahwa mata uang negara dengan suku bunga yang relatif tinggi akan terdepresiasi karena suku bunga nominal yang tinggi mencerminkan taksiran inflasi (Madura, 2006). Seorang investor yang secara periodik berinvestasi pada sekuritas berbasis bunga asing secara rata-rata akan memperoleh pengembalian yang sama dengan investasi domestik. Artinya mata uang negara dengan suku bunga tinggi akan terdepresiasi untuk mengompensasi keuntungan dari suku bunga yang diterima dari investasi asing. Disisi lain, fluktuasi nilai tukar juga dapat mempengaruhi suku bunga. Teori Arbitrase Internasional menyatakan bahwa investor (valas) akan berupaya dengan sungguh-sungguh untuk mengeksplorasi peluang, yaitu dengan mengambil untung dari perbedaan kurs mata uang. Teori Internasional Fisher Effect menyatakan bahwa suku bunga dapat mempengaruhi pergerakan mata uang suatu negara. Berdasarkan kedua teori tersebut dapat disimpulkan bahwa investor cenderung akan mengambil untung dari perbedaan kurs mata uang akibat ketidakseimbangan pasar berupa perbedaan suku bunga. Harianto dan Sudomo (1998) bahwa melemahnya nilai rupiah dapat mendorong pemerintah meningkatkan suku bunga demi menjadikan lingkungan investasi yang menarik di dalam negeri.

H3 Terdapat hubungan kausalitas antara suku bunga dengan nilai tukar.

4. Pengaruh Indeks Harga Konsumen terhadap Jakarta Islamic Index

Penelitian mengenai pengaruh negatif IHK dengan indeks harga saham telah dilakukan sebelumnya oleh Mangala dan Rani (2015), Chakrabarty dan Sarkar (2013), dan Dewi dan Wahyudi (2012). Hasil dari riset Mangala dan Rani (2015) dan Chakrabarty dan Sarkar (2013) mengungkapkan bahwa inflasi memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap indeks NIFTY di India. Penelitian yang dilakukan oleh Dewi dan Wahyudi (2012) menunjukkan bahwa variabel sensitifitas inflasi memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap harga saham Indeks LQ45 di BEI. Harianto dan Sudomo (1998) menyatakan bahwa nilai inflasi merupakan *signal* negatif pemodal di pasar uang dan pasar modal, sedangkan Fama (1981) mengemukakan pada teori *proxy hypothesis* bahwa inflasi (IHK) dan saham memiliki hubungan negatif (Erbaykal, *et al*, 2008). Sejalan dengan teori *signalling* dan *proxy hypothesis*, Ang (1997) menyebutkan bahwa inflasi berpengaruh negatif terhadap pasar saham.

H4 Indeks Harga Konsumen memiliki pengaruh negatif terhadap Jakarta Islamic Index.

5. Pengaruh Indeks Harga Konsumen terhadap suku bunga

Penelitian yang dilakukan Forson dan Janrattanagul (2013) menemukan bahwa pengaruh inflasi terhadap suku bunga di Thailand ialah positif namun tidak signifikan. Hasil serupa juga ditemukan pada riset Saymeh dan Orabi (2013) bahwa inflasi yang

meningkat dapat menyebabkan pemerintah Jordan mengeluarkan kebijakan untuk meningkatkan tingkat suku bunganya. Musembi (2013) yang melakukan penelitian di Kenya juga memiliki hasil yang serupa. Hubungan inflasi dengan tingkat bunga ini sesuai dengan teori *Fisher effect* yang dikemukakan Irving Fisher. Teori ini mengemukakan bahwa tingkat suku bunga bebas resiko nominal mencakup tingkat pengembalian riil dan taksiran inflasi (Madura, 2006). Dengan kata lain, ketika inflasi naik, suku bunga akan naik dalam jumlah yang sama.

H5 Indeks Harga Konsumen memiliki pengaruh positif terhadap suku bunga.

6. Pengaruh Indeks Harga Konsumen terhadap nilai tukar

Musembi (2013) menganalisis hubungan antara inflasi dan nilai tukar di Kenya. Hasil penelitian tersebut menyimpulkan bahwa inflasi memiliki pengaruh positif terhadap nilai tukar. Pengaruh IHK terhadap nilai tukar sesuai dengan teori *Purchasing Power Theory* yang menyatakan bahwa inflasi (IHK) akan menyebabkan pergerakan pada nilai tukar (Madura, 2006). Jika inflasi suatu negara meningkat, permintaan atas mata uang negara tersebut akan turun karena ekspornya turun (disebabkan harga yang lebih tinggi). Selain itu, konsumen dan perusahaan dalam negara tersebut cenderung meningkatkan impor mereka. Permintaan barang/jasa impor yang meningkat menyebabkan permintaan mata uang asing menjadi tinggi, sehingga mengakibatkan pelemahan mata uang domestik.

H6 Indeks Harga Konsumen memiliki pengaruh positif terhadap nilai tukar.

RESEARCH METHODOLOGY

Populasi pada penelitian ini adalah seluruh data JII, Suku Bunga BI, Nilai Tukar dan Indeks Harga Konsumen sejak tahun JII didirikan hingga tahun saat penelitian ini dibuat yaitu 2017. Sampel penelitian pada *research* ini ialah data variabel-variabel tersebut sejak Januari 2005 hingga Desember 2016. Definisi dan transformasi data variabel penelitian dijelaskan pada tabel dibawah ini:

Tabel 1
Definisi Operasional Variabel

No	Variabel	Deskripsi	Skala Pengukuran	Durasi	Sumber Data	Variabel Data Transformasi Time Series
1.	<i>Jakarta Islamic Index (JII)</i>	Indeks saham berbasis syariah yang terdiri dari 30 saham paling likuid di Indonesia	Rasio	Data Bulanan dari Januari 2005-Desember 2016	<i>Bloomberg</i>	$\Delta LN JII = \text{Log} \left[\frac{JII_t}{JII_{t-1}} \right]$
2.	Suku Bunga BI	Tingkat suku bunga rata-rata untuk sebulan dan BI 7 Day Repo Rate yang dikeluarkan BI	Rasio	Data Bulanan dari Januari 2005-Desember 2016	Website Bank Indonesia (www.bi.go.id)	$\Delta LN BIRATE = \text{Log} \left[\frac{BIRATE_t}{BIRATE_{t-1}} \right]$
3.	Nilai Tukar (USD/IDR)	Nilai Kurs tengah Rupiah	Rasio	Data Bulanan dari	<i>Bloomberg</i>	$\Delta LN KURS = \text{Log} \left[\frac{KURS_t}{KURS_{t-1}} \right]$

		terhadap Dollar AS		Januari 2005-Desember 2016		
4.	Indeks Harga Konsumen (IHK)	IHK bulanan dengan tahun dasar 2012. IHK merupakan proksi dari Inflasi	Rasio	Data Bulanan dari Januari 2005-Desember 2016	Website Badan Pusat Statistik (www.bps.go.id)	$\Delta \text{LN CPI} = \text{Log} \left[\frac{\text{CPI}_t}{\text{CPI}_{t-1}} \right]$

Metode Analisis

Penelitian ini menggunakan metode analisis Vector Autoregression (VAR). Seluruh data pada penelitian ini ditransformasikan dalam logaritma normal (ln). Data penelitian dihitung menggunakan software Microsoft Excel 2010 dan Eviews 8. Formulasi model penelitian dapat ditulis sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 \text{IHK}_t &= \beta_1 + \sum_{i=1}^p \alpha_1 \text{IHK}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_1 \text{BIRATE}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \vartheta_1 \text{KURS}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \varphi_1 \text{CPI}_{t-i} + \varepsilon_1 \\
 \text{BIRATE}_t &= \beta_2 + \sum_{i=1}^p \gamma_2 \text{BIRATE}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \alpha_2 \text{IHK}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \vartheta_2 \text{KURS}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \varphi_2 \text{CPI}_{t-i} + \varepsilon_2 \\
 \text{KURS}_t &= \beta_3 + \sum_{i=1}^p \vartheta_3 \text{KURS}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \alpha_3 \text{IHK}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_3 \text{BIRATE}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \varphi_3 \text{CPI}_{t-i} + \varepsilon_3
 \end{aligned}$$

Langkah-langkah yang perlu dilakukan pada metode VAR adalah uji stasioneritas, uji kointegrasi Johansen, Estimasi VAR, penentuan lag optimal, uji statistik-t, uji statistik-F, uji koefisien determinasi, uji kausalitas granger, uji Impulse Response Function (IRF) dan Forecast Error Variance Decomposition (FEVD) (Muharam, 2013).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji pertama yang dilakukan adalah uji akar unit Augmented Dickey-Fuller (ADF) untuk menguji kestasioneritasan data. Data dikatakan stasioner apabila nilai τ -statistik $>$ τ -tabel atau nilai probabilitas signifikansinya lebih kecil dari 5%. Jika data variabel yang sudah stasioner pada uji yang pertama maka data dikatakan stasioner pada level, namun apabila data variabel yang diuji belum stasioner pada level maka diperlukan proses diferensiasi data untuk membuat data yang tidak stasioner tersebut agar menjadi data *time series* yang stasioner.

Tabel 1
Uji Akar Unit Augmented Dickey Fuller

No	Variabel	LEVEL			TINGKAT DIFERENSI PERTAMA		
		t-Statistik	t-McKinnon critical value 5%	Prob.	t-Statistik	t-McKinnon critical value 5%	Prob.
1	LNJII	-2,680205	-3,441777	0,2465	-9,634264	-3,441777	0,0000
2	LNSUKU BUNGA	-3,050487	-3,442006	0,1225	-7,717215	-3,441777	0,0017
3	LNKURS	-1,641738	-3,441552	0,7715	-10,74390	-3,441777	0,0000
4	LNINFLASI	-2,837621	-3,441552	0,1865	-12,16140	-3,441777	0,0000

Sumber: Hasil Proses Perhitungan Eviews 8, 2017

Tabel 3 menunjukkan hasil dari uji akar unit ADF pada keempat variabel penelitian. Keempat variabel terbukti memiliki akar unit yang berarti data penelitian tidak stasioner pada tingkat level, namun keempat variabel penelitian tersebut terbukti stasioner pada tingkat diferensi pertama. Karena variabel-variabel tersebut tidak stasioner pada level,

keempat variabel penelitian memiliki kemungkinan terdapat kointegrasi atau hubungan jangka panjang. Oleh karena itu proses selanjutnya ialah melakukan uji kointegrasi yang dipelopori oleh Johansen. Variabel dikatakan terkointegrasi apabila memiliki nilai *Max-Eigen* value dan *trace* value yang lebih besar dari nilai kritikal 0.05. Hubungan kointegrasi dapat dilihat pada Tabel 4 berikut:

Tabel 3
Uji Kointegrasi Johansen

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.123967	34.99534	47.85613	0.4483
At most 1	0.075102	16.59850	29.79707	0.6695
At most 2	0.036929	5.746582	15.49471	0.7252
At most 3	0.003707	0.516262	3.841466	0.4724

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.123967	18.39684	27.58434	0.4624
At most 1	0.075102	10.85192	21.13162	0.6621
At most 2	0.036929	5.230320	14.26460	0.7126
At most 3	0.003707	0.516262	3.841466	0.4724

Sumber: Hasil Proses Perhitungan Eviews 8, 2017

Hasil uji kointegrasi pada Tabel 3 menggambarkan bahwa nilai trace statistic dan max eigen value pada outpun tersebut lebih kecil dari 0.05 critical value, sehingga tidak terdapat kointegrasi antara jakarta islamic index dengan ketiga variabel makro ekonomi. Langkah selanjutnya dalam penelitian ini adalah melakukan estimasi VAR. Hal pertama yang perlu dilakukan dalam mengestimasi model VAR adalah menentukan panjang *lag* optimal yang akan digunakan. Hasil pengujian *lag* optimal model VAR dapat digambarkan pada tabel sebagai berikut:

Tabel 4
Lag Optimal

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	743.7842	NA	3.59e-09	-10.93014	-10.80101	-10.87766
1	766.3978	43.55203*	2.94e-09*	-11.13182*	-10.80901*	-11.00064*
2	772.8143	12.07263	3.05e-09	-11.09355	-10.57705	-10.88366
3	779.2562	11.83399	3.17e-09	-11.05565	-10.34547	-10.76705

* indicates lag order selected by the criterion
 LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
 FPE: Final prediction error
 AIC: Akaike information criterion
 SC: Schwarz information criterion
 HQ: Hannan-Quinn information criterion

Sumber: Hasil Proses Perhitungan Eviews 8, 2017

Hasil output pada Tabel 4 menunjukkan bahwa lag optimal pada penelitian ini berada pada lag 1. Lag tersebut dipilih berdasarkan kriteria AIC, SIC, HQ dan FPE terkecil atau LR terbesar. Setelah menentukan lag optimal, langkah selanjutnya ialah melakukan uji VAR pada ketiga model penelitian.

Tabel 5
Vector AutoRegression

	D(LNJII)	D(LNSUKUBUNGA)	D(LNKURS)
D(LNJII(-1))	0.331500 (0.10779) [3.07548]*	-0.134229 (0.05954) [-2.25426]*	-0.162000 (0.04689) [-3.45504]*
D(LNSUKUBUNGA(-1))	-0.151266 (0.14283) [-1.05906]	0.359349 (0.07890) [4.55432]*	0.071051 (0.06213) [1.14357]
D(LNKURS(-1))	0.422576 (0.24043) [1.75761]*	-0.085842 (0.13282) [-0.64632]	-0.145321 (0.10459) [-1.38949]
C	0.005047 (0.00570) [0.88568]	8.21E-05 (0.00315) [0.02607]	0.004774 (0.00248) [1.92589]
D(LNIHK)	0.019196 (0.13065) [0.14693]	-0.001538 (0.07218) [-0.02131]	0.009148 (0.05683) [0.16097]
R-squared	0.082746	0.193827	0.109155
Adj. R-squared	0.055965	0.170289	0.083145
Sum sq. resids	0.585304	0.178619	0.110755
S.E. equation	0.065363	0.036108	0.028433
F-statistic	3.089715	8.234680	4.196648
Log likelihood	188.4037	272.6720	306.6055
Akaike AIC	-2.583151	-3.770028	-4.247964
Schwarz SC	-2.479072	-3.665950	-4.143886
Mean dependent	0.009832	-0.002446	0.002621
S.D. dependent	0.067272	0.039641	0.029694

Sumber: Hasil Proses Perhitungan Eviews 8, 2017

Berdasarkan hasil output VAR diatas, JII dipengaruhi secara signifikan oleh JII sebulan sebelumnya dan nilai tukar satu bulan sebelumnya. Hal tersebut dapat dilihat dari nilai t-statistiknya yang lebih besar dari nilai t-tabel yaitu 1.655811. variabel yang signifikan mempengaruhi suku bunga ialah suku bunga satu bulan sebelumnya dan JII sebulan sebelumnya. Untuk model terakhir, yakni nilai tukar, dipengaruhi secara signifikan oleh nilai variabel itu sendiri pada sebulan sebelumnya. Nilai F-statistik ketiga model penelitian memiliki nilai yang lebih besar dari F-tabel yaitu 2,123318. Hal ini berarti model VAR yang dibangun mampu menunjukkan hubungan antar variabel independen terhadap variabel dependen secara signifikan pada tingkat kepercayaan 90% atau dengan taraf signifikansi $\alpha=10\%$.

Langkah selanjutnya ialah melakukan uji kausalitas Granger untuk mengetahui apakah variabel independen dan dependen memiliki hubungan satu arah saja, dua arah atau bahkan tidak terdapat pengaruh/hubungan diantara kedua variabel tersebut. Uji kausalitas Granger dalam penelitian ini dilakukan pada tingkat kepercayaan 90% atau pada taraf signifikansi $\alpha=10\%$.

Tabel 6
Uji Kausalitas Granger

Hubungan antar Variabel	F-Statistic	F-Table	Prob.
JII terhadap Suku Bunga	5,7390	2,123318	0,0179
Suku Bunga terhadap JII	1,27134	2,123318	0,2615
JII terhadap Nilai Tukar	14,0932	2,123318	0,0003
Nilai Tukar terhadap JII	3,24680	2,123318	0,0737
Suku Bunga terhadap Nilai Tukar	3,06528	2,123318	0,0822
Nilai Tukar terhadap Suku Bunga	0,97612	2,123318	0,3249

Sumber: Hasil Proses Perhitungan Eviews 8, 2017

Berdasarkan hasil output uji kausalitas Granger diatas, hanya terdapat hubungan satu arah antara variabel harga indeks saham JII dan suku bunga BI. Hasil tersebut menyatakan bahwa harga indeks saham JII terbukti secara signifikan memiliki pengaruh terhadap suku bunga BI, namun suku bunga BI pun tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap harga indeks saham JII. JII dan nilai tukar memiliki hubungan kausalitas yang berarti JII terbukti secara signifikan memiliki pengaruh terhadap nilai tukar dan nilai tukar juga terbukti secara signifikan memiliki pengaruh terhadap JII. Hubungan antara suku bunga dan nilai tukar tidak terbukti memiliki hubungan kausalitas karena hanya suku bunga yang terbukti secara signifikan memiliki pengaruh terhadap nilai tukar, sedangkan nilai tukar tidak terbukti secara signifikan memiliki pengaruh terhadap suku bunga. Signifikansi pengaruh pada uji kausalitas ini dapat dilihat dari nilai F-statistik yang lebih besar dari pada nilai F-tabel dan juga dari nilai probabilitas yang lebih kecil jika dibandingkan dengan $\alpha=10\%$.

Pembahasan

Hasil uji hipotesis pertama tidak dapat dibuktikan. Hasil uji kausalitas Granger hanya menemukan bahwa Jakarta Islamic Index memiliki pengaruh signifikan terhadap suku bunga, sedangkan suku bunga tidak memiliki pengaruh terhadap Jakarta Islamic Index. Hasil penelitian yang menunjukkan adanya pengaruh harga indeks saham JII terhadap suku bunga sejalan dengan apa yang dikemukakan Harianto dan Sudomo (1998) bahwa Bank Indonesia akan menurunkan tingkat bunga sehingga emiten maupun investor lebih mudah melakukan investasi. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Mangala dan Rani (2015) yang hanya menemukan hubungan kausalitas satu arah antara suku bunga dengan harga indeks saham NIFTY di India. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa hanya harga indeks saham NIFTY yang mempengaruhi suku bunga, namun suku bunga tidak berpengaruh terhadap harga indeks saham NIFTY.

Uji kausalitas Granger yang telah dilakukan menunjukkan bahwa nilai tukar dengan Jakarta Islamic Index memiliki hubungan dua arah, sehingga hipotesis kedua dapat diterima. Adanya pengaruh nilai tukar terhadap harga saham sesuai dengan teori *signalling* dan teori *flow oriented*. Teori *signalling* menjelaskan bahwa pergerakan nilai tukar sebagai salah satu variabel makroekonomi dapat dijadikan signal bagi investor untuk melakukan aktivitas investasi di pasar modal (Hartono, 2009). Teori *flow oriented* menegaskan bahwa perubahan nilai tukar/ kurs dapat mempengaruhi daya saing perusahaan. Pengaruh sebaliknya yaitu adanya pengaruh harga saham terhadap nilai tukar sesuai dengan teori *stock oriented* yang menjelaskan bahwa peningkatan nilai indeks saham akibat banyaknya investor asing yang membeli saham perusahaan domestik dapat menyebabkan permintaan mata uang domestik mengalami peningkatan. Hasil penelitian yang menunjukkan adanya

hubungan kausalitas antara nilai tukar dengan indeks harga saham ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Singh (2015b) di India yang menemukan adanya hubungan dua arah antara nilai tukar dengan indeks NIFTY.

Hasil uji hipotesis ketiga mengenai adanya hubungan kausalitas antara suku bunga dengan nilai tukar tidak dapat dibuktikan. Hasil uji kausalitas Granger hanya menemukan bahwa suku bunga memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai tukar, sedangkan nilai tukar tidak memiliki pengaruh terhadap suku bunga. Hasil penelitian yang menunjukkan adanya pengaruh suku bunga terhadap nilai tukar sejalan dengan teori International Effect Fisher yang menerangkan bahwa perbedaan suku bunga kedua negara secara langsung dapat mempengaruhi nilai tukar mata uang kedua negara (Madura,2006). Adanya hubungan satu arah antara kedua variabel ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Musembi (2013) di Kenya.

Hasil dari ketiga hipotesis lainnya yang menduga adanya pengaruh IHK terhadap Jakarta Islamic Index, suku bunga dan nilai tukar tidak dapat dibuktikan. Hasil uji VAR menunjukkan bahwa inflasi tidak memiliki pengaruh terhadap Jakarta Islamic Index, suku bunga, maupun nilai tukar pada periode penelitian. Tidak adanya pengaruh IHK pada harga indeks saham JII, suku bunga, dan nilai tukar disebabkan oleh tingkat inflasi yang masih tergolong inflasi ringan. Tingkat inflasi tergolong inflasi ringan karena rata-rata inflasi tahunan sejak 2005-2016 masih berada dibawah angka 10% setahun. Inflasi yang masih tergolong inflasi ringan justru mempunyai pengaruh yang positif dalam arti dapat mendorong perekonomian lebih baik karena naiknya harga jual produk dapat meningkatkan pendapatan perusahaan. Naiknya pendapatan perusahaan berdampak pada naiknya harga indeks saham dimana emiten tersebut tercatat mengalami peningkatan dan naiknya pendapatan masyarakat, sehingga perekonomian dan kehendak masyarakat untuk berinvestasi masih berlangsung secara normal. Hasil penelitian mengenai pengaruh IHK terhadap harga indeks saham ini didukung oleh hasil penelitian Jareno dan Negrut (2016) yang menunjukkan bahwa inflasi di Amerika memiliki pengaruh positif namun tidak signifikan terhadap pasar modal Amerika. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian Dewi dan Wahyudi yang menerangkan bahwa variabel inflasi yang diprosikan dengan sensitifitas inflasi memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap harga saham Indeks LQ45 di BEI.

Inflasi yang masih tergolong ringan tersebut tidak menyebabkan pemerintah untuk melakukan kebijakan uang ketat dengan meningkatkan suku bunga. Kecenderungan pengaruh negatif antara IHK dengan suku bunga disebabkan karena adanya kebijakan suku bunga acuan baru yang sebelumnya menggunakan *BIRate* menjadi *BI 7 Day Repo Rate* sejak 19 Agustus 2016 yang memiliki presentase bunga lebih rendah dibanding suku bunga acuan sebelumnya untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi. Hasil penelitian mengenai pengaruh IHK terhadap suku bunga ini didukung oleh hasil penelitian Kotha dan Sahu (2016) yang membuktikan bahwa *Consumer Price Index* di India berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap indeks SENSEX.

Inflasi yang tergolong inflasi ringan dan diberlakukannya kebijakan suku bunga baru yang memiliki persentase lebih rendah merupakan faktor yang mengakibatkan inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai tukar. Kebijakan suku bunga rendah justru dapat mendorong produk domestik tetap dapat bersaing dengan produk asing, sehingga

aktivitas impor dan permintaan akan mata uang asing dapat dikendalikan. Hasil penelitian mengenai pengaruh IHK terhadap nilai tukar ini didukung oleh hasil penelitian Akash et al (2011) di Pakistan dan Srinivasan (2011) di US.

KESIMPULAN DAN SARAN

Penjabaran pada sub-bab sebelumnya dapat disimpulkan bahwa berdasarkan uji kausalitas *Granger* hanya nilai tukar yang memiliki hubungan kausalitas dengan harga indeks saham *Jakarta Islamic Index*. Uji kausalitas *Granger* menghasilkan output bahwa antar suku bunga BI dengan harga indeks saham JII memiliki hubungan satu arah yaitu hanya harga indeks saham JII mempunyai pengaruh terhadap suku bunga BI, sedangkan suku bunga BI tidak memiliki pengaruh terhadap harga indeks saham JII. Hubungan antara Suku bunga BI dengan nilai tukar tidak terbukti memiliki hubungan kausalitas karena hanya suku bunga BI yang terbukti mempunyai pengaruh terhadap nilai tukar berdasarkan uji kausalitas *Granger*, sedangkan nilai tukar tidak memiliki pengaruh terhadap suku bunga BI. Hasil uji VAR menunjukkan bahwa variabel IHK tidak terbukti secara signifikan mempengaruhi indeks harga saham JII, suku bunga BI, maupun nilai tukar. Penelitian dimasa mendatang diharapkan dapat menambah variabel-variabel makroekonomi, baik dalam negeri maupun luar negeri, serta menambahkan variabel sensitifitas inflasi sebagai proxy dari inflasi (karena pada penelitian sebelumnya variabel tersebut terbukti signifikan mempengaruhi harga saham di Indonesia), sehingga penelitian yang dilakukan lebih komprehensif serta mendapatkan nilai koefisien determinasi yang lebih tinggi. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat memperpanjang periode penelitian agar memuat informasi yang lebih memadai. Periode penelitian yang lebih panjang tersebut diharapkan dapat menggambarkan perkembangan fenomena yang terjadi dengan lebih baik dan akurat.

Referensi

- Akash, Rana Shahid Imdad, Arshad Hasan, Muhammad Tariq Javid, Syed Zulfiqar Ali Shah dan Majid Imdad Khan. 2011. Co-integration and Causality Analysis of Dynamic Linkage between Economic Forces and Equity Market: An Empirical Study of Stock Returns (KSE) and Macroeconomic Variables (Money Supply, Inflation, Interest Rate, Exchange Rate, Industrial Production and Reseve), **African Journal of Business Management**, Vol.5, No.27, pp 10940-10964
- Ang, R. 1997. **Buku Pintar Pasar Modal Indonesia**. Jakarta: Mediasoft
- Chakrabarty, Ranajit dan Asima Sarkar. 2013. The Effect of Economic Indicators on the Volatility of Indian Stock Market: Using Independent Component Regression, **Journal of Contemporary Research in Management**, Vol. 8; No. 4 ,Oct-Des, pp. 1-22
- Dewi, Rachmawati dan Sugeng Wahyudi. 2012. Analisis Pengaruh Rasio Keuangan dan Makro Ekonomi terhadap Harga Saham pada Perusahaan LQ 45 yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2007-2011, **Undergraduate Thesis**, Fakultas Ekonomika dan Bisnis
- Erbaykal, Erman, H. Aydin Okuyan dan Özgür Kadioglu. 2008. Real Macro Economic Variables and Stock Prices: Test of Proxy Hypothesis In Turkey, **Yeditepe International Research Conference on Business Strategies**, Istanbul, Turkey, pp. 1-8

- Hanafi, S. M. 2011. Perbandingan Kriteria Syari'ah Pada Indeks Saham Syari'ah Indonesia, Malaysia, dan Dow Jones, **Jurnal Ilmu Syari'ah dan Hukum**, Vol. 45, No. II, Juli Desember, pp. 1404-1430
- Harianto, Farid dan Siswanto Sudomo. 1998. **Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal, Edisi Pertama**. Jakarta: PT Rama Prado Kriya
- Hartono, Jogiyanto. 2009. **Teori Portofolio dan Analisis Investasi** (Edisi Keenam). Yogyakarta: BPFY-Yogyakarta
- Kotha, Kiran Kumar dan Bhawna Sahu. 2016. Macroeconomic Factors and The Indian Stock Market: Exploring Long and Short Run Relationship, **International Journal of Economics and Financial Issues**, Vol.6, No.3, pp. 1081-1091
- Madura, Jeff. 2006. **Keuangan Perusahaan Internasional** (Edisi 8). Jakarta: Salemba Empat
- Mangala, Deepa dan Anita Rani. 2015. Revisiting the Dynamic Relationship between Macroeconomic Fundamentals and Stock Prices-An Evidence from Indian Stock Market, **International Journal of Financial Management**, Volume 5 Issue , pp. 53-63
- Muharam, Harjum. 2013. **Modul Kuliah: Aplikasi Ekonometri**. Program Ilmu Doktor Ekonomi FEB UNDIP. Semarang
- Musembi, Cynthia Mutheu. 2013. A Cointegration Between Exchange Rates, Inflation and Interest Rates In Kenya, **Thesis Presented to the Faculty of Economics and Decision Sciences**, Western Illinois University
- Saymeh, Abdul Aziz Farid dan Marwan Mohammad Abu Orabi. 2013. The Effect Of Interest Rate, Inflation Rate, Gdp, On Real Economic Growth Rate In Jordan, **Asian Economic and Financial Review**, Volume3 No (3), pp. 341-354
- Singh, Gurmeet. 2015. The Relationship Between Exchange Rate and Stock Price in India: An Empirical Study, **The IUP Journal of Financial Risk Management**, Vol. XII, No. 2, pp 18-29
- Srinivasan, P. 2011. Causal Nexus between Stock Market Return and Selected Macroeconomic Variables in India: Evidence from the National Stock Exchange (NSE), **The IUP Journal of Financial Risk Management**, Vol. VIII, No.4, pp. 7-24
- Tandelilin, E. 2000. **Pasar Modal Indonesia: Problem dan Prospek**