

**PENGARUH INFLASI, SUKU BUNGA SBI,
KURS VALUTA ASING, INDEKS HARGA KONSUMEN DAN HARGA EMAS
DUNIA TERHADAP INDEKS SAHAM SYARIAH INDONESIA
(Studi Pada Efek Syariah yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2013)**

Rista Yuliani Arintika, Deannes Isyнуwardhana

Program Studi SJ Akuntansi, Fakultas Ekonomi Dan Bisnis, Universitas Telkom
r.arintika@gmail.com

Abstrak

Indeks Saham Syariah Indonesia adalah salah satu acuan bagi investor di pasar modal syariah dalam mengukur kinerja keseluruhan saham syariah di Indonesia yang terdiri dari saham-saham kategori syariah. Penelitian ini menggunakan pendekatan ekonomi makro terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh Inflasi, Suku Bunga SBI, Kurs Valuta Asing, Indeks Harga Konsumen dan Harga Emas Dunia terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia periode tahun 2011-2013, baik jangka pendek maupun jangka panjang.

Populasi data penelitian ini adalah Indeks Saham Syariah Indonesia periode tahun 2011-2013. Sedangkan pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan teknik *quota sampling* terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia penutupan setiap akhir bulan dan diperoleh 32 sampel. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah Model Koreksi Kesalahan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa, (1) Terdapat hubungan jangka pendek antara Inflasi, Suku Bunga SBI, Kurs Valuta Asing, IHK dan Harga Emas Dunia terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia periode Mei 2011-Desember 2013. Dimana Inflasi berpengaruh positif tidak signifikan; Suku Bunga SBI, Indeks Harga Konsumen dan Harga Emas Dunia berpengaruh negatif tidak signifikan serta Kurs Valuta Asing berpengaruh negatif signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. (2) Terdapat hubungan jangka panjang antara Inflasi, Suku Bunga SBI, Kurs Valuta Asing, IHK dan Harga Emas Dunia terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia periode Mei 2011-Desember 2013. Dalam jangka panjang IHK berpengaruh positif tidak signifikan, sedangkan Inflasi, Suku Bunga SBI, Kurs Valuta Asing, dan Harga Emas Dunia berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia periode Mei 2011-Desember 2013.

Kata Kunci: Inflasi, Suku Bunga SBI, Kurs Valuta Asing, IHK dan Harga Emas Dunia, Indeks Saham Syariah Indonesia

Abstract

Indonesia Sharia Stock Index is a reference to the Islamic capital market investors in measuring the overall performance of Islamic stocks in Indonesia, which consists of stocks sharia category. This study use a macro-economic approach to the Indonesia Sharia Stock Index. This study aims to determine the effect of inflation, Interest Rates, Foreign Exchange Rates, Consumer Price Index and World Cold Prices to Indonesia Sharia Stock Index-year period 2011-2013, both short and long term.

The population of this research is Indonesia Sharia Stock Index period 2011-2013. While the sample in this study was done by using a quota sampling to Indonesia Sharia Stock Index closing end of each month and obtained 32 samples. The method of data analysis used in this study is Error Correction Model.

The results of this study indicate that, (1) There is a short-term relationship between Inflation, Interest Rates, Foreign Exchange Rates, Consumer Price Index and World Cold Prices to Indonesia Sharia Stock Index period May 2011 to December 2013. Where Inflation is not a significant positive effect; Interest Rates, Consumer Price Index and World Cold Prices significant negative effect as well as the Foreign Exchange Rates alias significant negative towards Indonesia Sharia Stock Index. (2) There is a long-term relationship between Inflation, Interest Rates, Foreign Exchange Rates, Consumer Price Index and World Cold Prices to Indonesia Sharia Stock Index period May 2011 to December 2013. In the long term Consumer Price Index insignificant positive effect, while Inflation, Interest Rates, Foreign Exchange Rates, and the World Cold Prices significant negative effect on Indonesia Sharia Stock Index period May 2011-December 2013.

Keywords: Inflation, Interest Rates, Foreign Exchange Rates, Consumer Price Index and World Gold Price, Indonesia Sharia Stock Index

1. Pendahuluan

Perkembangan jumlah konstituen yang termasuk dalam Indeks Saham Syariah Indonesia sejak pertama diluncurkan hingga 30 Desember 2013 mencerminkan peningkatan kualitas emiten secara keseluruhan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Dalam Kajian Minat Investor terhadap Efek Syariah yang dilakukan oleh Tim Kajian Minat Investor Terhadap Efek Syariah di Pasar Modal oleh Baepem-LK tahun 2011, kesan positif terhadap efek syariah sebagai investasi yang beretika dan bermoral serta ketahanan efek syariah terhadap kondisi ekonomi menjadi faktor yang mempengaruhi minat investor individu untuk menginvestasikan modalnya di sektor pasar modal syariah. Dari sisi investor institusi, imbal hasil yang akan diperoleh dalam berinvestasi efek syariah dan ketersediaan informasi tentang efek syariah di media massa menjadi faktor yang paling menentukan minat pada efek syariah. Keunggulan efek syariah dari studi terhadap investor domestik baik investor individu maupun investor institusi tersebut memicu berkembangnya Pasar Modal Syariah di Indonesia. Dari segi aktivitas maupun keuangan, proses penentuan saham-saham yang termasuk kategori syariah relatif lebih ketat dan dengan adanya syarat-syarat yang berlapis dinilai sebagai jaminan bahwa saham-saham ini cenderung lebih aman untuk tujuan investasi.

Seperti halnya Indeks Saham Syariah Indonesia, indeks tersebut juga berfluktuasi dalam kurun waktu tiga tahun sejak pertama kali diluncurkan. Walaupun demikian, selama kurun waktu tersebut pasar modal syariah berada mengalami tren dimana harga saham terus menanjak. Walaupun pertumbuhan indeks harga konsumen menunjukkan kenaikan yang stabil, tidak demikian dengan inflasi. *Trendline* inflasi periode Mei 2011–Desember 2013 memang menunjukkan tren yang menanjak namun kenyataannya dalam 20 bulan antara November 2011–Juni 2013 inflasi Indonesia berada dibawah *trendline*. Hingga Juni 2013 inflasi bulanan di Indonesia masih berada di bawah 6%. Pada Juli 2013 inflasi bulanan naik menjadi 8,61 % dan tetap berada di kisaran 8% hingga akhir 2013. Dengan semakin tingginya inflasi maka daya beli masyarakat akan berkurang sehingga akan berpengaruh pada harga saham (Purnamawati & Werastuti, 2013). Disisi lain, terdapat anomali yang terjadi selama Mei 2011–Desember 2013 bahwa fluktuasi inflasi yang terjadi berbanding lurus dengan daya beli masyarakat.

Selain kebijakan pemerintah menaikkan harga BBM menjelang bulan puasa, adanya rencana pengurangan *Quantitative Easing* oleh Federal Reserve atau Bank Sentral Amerika memberikan sinyal bahwa ekonomi Amerika Serikat telah menyehat. Hal itu menyebabkan nilai tukar obligasi dan aset-aset finansial lainnya di Amerika Serikat naik. Keadaan tersebut direspon oleh investor asing dengan menarik dananya dari Bursa Efek Indonesia. Sebagaimana tercatat dalam statistik pasar modal yang dikeluarkan oleh Otoritas Jasa Keuangan jumlah dana asing atas efek yang bersifat ekuitas di KSEI pada akhir Mei Rp1,793,887.05 Milyar dan turun menjadi Rp1,376,995.80 Milyar pada akhir Agustus 2013. Penarikan dana asing menyebabkan permintaan Rupiah turun sehingga menyebabkan nilai Rupiah melemah. Selain penarikan dana asing, neraca perdagangan Indonesia juga sedang berada pada posisi defisit. Dengan kata lain, impor lebih besar dibandingkan ekspor.

Bank sentral mempunyai peran menjaga stabilitas moneter dan stabilitas sistem keuangan. Salah satu langkah dalam menjalankan peran tersebut bahwa setelah 16 bulan berturut BI Rate berada di posisi 5,75%, dalam rentang waktu Juni- November 2013 Bank Sentral menaikkan BI Rate sebesar 175 basis poin. Dalam data hasil Rapat Dewan Gubernur yang dirilis di website Bank Indonesia, tingkat Suku Bunga tersebut bertahan pada 7,50% hingga akhir tahun 2013. Kebijakan tersebut dilakukan Bank Sentral untuk mencapai target inflasi dan mengendalikan pelebaran defisit transaksi neraca berjalan yang mengalami kenaikan cukup signifikan.

Secara umum selama periode penelitian daya beli masyarakat meningkat secara konstan. Hal ini tercermin dari kenaikan JHK. Dimana pada Mei 2011 berada pada posisi 125,81 poin. Pada bulan Januari tahun 2012, JHK menembus level 130,9 dan bergerak menuju 140,03 pada bulan Juni 2013. Dan berada pada posisi tertinggi pada Desember 2013 yakni 146,84.

Dalam penelitian Kristanti dan Lathifah (2013) dipaparkan bahwa pada tahun 2008-2012 terdapat hubungan jangka panjang dan jangka pendek antara variabel inflasi, suku bunga SBI dan kurs valuta asing dengan JII. Inflasi yang terjadi di suatu negara akan meningkatkan pendapatan dan biaya perusahaan. Menurunnya nilai kurs (depresiasi) memberikan pengaruh pada perusahaan yang menggunakan bahan baku impor. Dalam menjalankan operasionalnya, perusahaan melakukan pinjaman ke bank. BI Rate dan biaya modal yang harus dibayarkan perusahaan berbanding lurus. Sehingga apabila suku bunga SBI naik maka akan diikuti oleh kenaikan biaya yang dibayarkan perusahaan. Jika peningkatan biaya produksi maupun biaya modal yang lebih tinggi dari peningkatan pendapatan yang dapat dinikmati oleh perusahaan maka profitabilitas perusahaan akan turun. Hal ini dilihat sebagai hal buruk oleh investor karena kenaikan risiko finansial perusahaan. Meningkatnya risiko perusahaan akan menyebabkan harga saham akan turun yang dapat menyebabkan investor menjual saham dan harga saham pun akan menjadi turun. Hasil dari penelitian Witjaksono (2010) menunjukkan bahwa variabel Tingkat Suku Bunga SBI, dan Kurs Rupiah berpengaruh negatif terhadap IHSG.

Selain faktor yang berasal dari dalam negeri, ada pula faktor yang berasal dari luar negeri yang mempengaruhi harga saham yaitu fluktuasi harga emas dunia. Emas merupakan salah satu komoditas yang sangat populer dalam dunia investasi. Krisis global tahun 2008 berimbas pada kenaikan harga emas secara signifikan dan berada pada titik tertinggi di level USD 1920,3 per Troy Ounce pada 6 September 2011. Pada periode Mei 2011–Desember 2013 emas berada pada tren menurun yang berada pada level terendah di USD 1180,3 per Troy Ounce pada 28 Juni 2013.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh inflasi, Suku Bunga SBI, Kurs Valuta Asing, Indeks Harga Konsumen dan Harga Emas Dunia terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia tahun 2011–2013 dalam jangka pendek dan jangka panjang. Pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan teknik *quota sampling* terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia penutupan setiap akhir bulan dan diperoleh 32 sampel. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah Model Koreksi Kesalahan.

2. Dasar Teori dan Metodologi

2.1 Inflasi

Inflasi didefinisikan sebagai suatu proses kenaikan harga-harga yang berlaku dalam suatu perekonomian (Sukirno, 2012: 14). Pendapat lain menyatakan bahwa inflasi menunjukkan kenaikan dalam tingkat harga umum (Samuelson & Nordhaus, 2005: 439). Besaran tingkat inflasi yang diumumkan oleh Bank Sentral menggambarkan perubahan harga-harga yang berlaku dari satu tahun ke tahun yang lainnya.

2.2 Suku Bunga SBI

Suku Bunga SBI adalah pembayaran yang dilakukan atas surat berharga dalam mata uang Rupiah yang diterbitkan oleh Bank Indonesia sebagai pengakuan utang berjangka waktu pendek. SBI merupakan instrument investasi bebas risiko yang ideal digunakan. Memang tidak ada satu instrumen pun yang 100% bebas risiko namun investasi yang memiliki risiko paling kecil adalah instrument yang dikeluarkan atau dijamin oleh pemerintah, dalam hal ini pemerintah Indonesia (Manurung dan Rizky, 2009:82). Sejak awal Juli 2005, Bank Indonesia menggunakan mekanisme *BI Rate* (suku bunga BI), yaitu BI mengumumkan target suku bunga SBI yang diinginkan oleh Bank Indonesia untuk pelelangan pada periode tertentu. *BI Rate* ini kemudian digunakan sebagai acuan pelaku pasar dalam mengikuti pelelangan (Witjaksono, 2010: 47).

2.3 Kurs Valuta Asing

Kurs valuta asing atau mata uang asing menunjukkan banyaknya uang dalam negeri yang diperlukan untuk membeli satu unit valuta asing tertentu (Sukirno, 2012: 21). Mata uang asing diperdagangkan di pasar valuta asing karena keberagaman mata uang di dunia. Melalui pasar valuta asing inilah disediakan fasilitas pertukaran mata uang (Hanafi, 2004: 65). Kurs valuta asing dan pasar modal baik konvensional maupun syariah saling berkaitan erat. Disebut demikian karena hingga saat ini perbandingan antara komposisi investor asing dan investor lokal masih lebih banyak investor asing. Jumlah investor asing yang masih mendominasi pasar saham di Indonesia sangat mempengaruhi pergerakan indeks harga saham. Sebagai salah satu *emerging market*, kekuatan pasar modal Indonesia memang masih tergantung kepada investor asing.

2.4 Indeks Harga Konsumen

Indeks Harga Konsumen menggambarkan besaran biaya yang harus dikeluarkan oleh konsumen atas aktivitas konsumsinya. Indeks harga (*price index*) adalah rata-rata tertimbang dari harga sejumlah barang dan jasa. Dalam membuat indeks harga, para ekonom menimbang harga individual dengan memperhatikan arti penting setiap barang secara ekonomis. Indeks Harga Konsumen (IHK) atau *Consumer Price Index (CPI)* merupakan indeks yang mengukur biaya sekelompok barang dan jasa di pasar, termasuk harga makanan, pakaian, pemukiman, bahan bakar, transportasi, perawatan kesehatan, pendidikan dan komoditi lain yang dibeli untuk menunjang kehidupan sehari-hari (Samuelson & Nordhaus, 2005: 440).

2.5 Harga Emas Dunia

Emas merupakan salah satu komoditas yang diperdagangkan di bursa berjangka yang sangat populer di dunia investasi. Sebagai salah satu logam mulia atau logam berharga, emas menjadi salah satu pilihan bagi para investor dalam menginvestasikan dananya. Selain itu, emas juga merupakan komoditas yang tidak dipengaruhi oleh inflasi atau dikenal juga dengan *zero inflation effect* (Valbury Asia Futures, 2013). Sejak 1968, harga emas dunia menggunakan patokan harga Pasar Emas London (<http://www.en.wikipedia.org>). Temuan terbaru menunjukkan bahwa lebih dari 4300 ton yang diperdagangkan sehari-hari di pasar emas di seluruh dunia, di London, New York, Shanghai, India, Jepang, Dubai dan lain-lain. Hampir 80% dari volume ini terjadi di pasar OTC (*Over the Counter*) London (<http://www.investasiemas-id.com>).

2.6 Model Koreksi Kesalahan

Apabila kedua data yang dianalisis tidak stasioner tetapi saling berkointegrasi, berarti ada hubungan jangka panjang (atau keseimbangan) antara kedua variabel tersebut. Dalam jangka pendek ada kemungkinan terjadi ketidakseimbangan (disekuilibrium). Karena adanya ketidakseimbangan ini maka diperlukan adanya koreksi dengan model koreksi kesalahan (*Error Correction Model*, disingkat *ECM*). Model ECM diperkenalkan oleh Sargan, dikembangkan oleh Hendry dan dipopulerkan oleh Engle dan Granger (Winarno, 2011: 11.9).

Model koreksi kesalahan yang diajukan oleh Engle-Granger memerlukan dua tahap sehingga disebut dengan *two steps* EG. Tahap pertama adalah menghitung nilai residual dari persamaan regresi awal, tahap kedua adalah melakukan analisis regresi dengan memasukkan nilai residual dari langkah pertama (Winarno, 2011: 11.10).

2.7 Uji Kointegrasi

Kointegrasi terjadi apabila variabel independen dan variabel dependen sama-sama merupakan suatu tren sehingga masing-masing tidak stasioner. Akan tetapi bila keduanya diregresi, kombinasi linearnya menjadi stasioner. Kointegrasi juga dapat menyebabkan terjadinya regresi lancung. Regresi lancung terjadi apabila antara variabel independen sebenarnya tidak memiliki hubungan apa-apa sehingga tidak saling mempengaruhi (Winarno, 2011: 11.1).

Dua variabel yang tidak stasioner sebelum didiferensiasi namun stasioner pada tingkat diferensiasi pertama, besar kemungkinan akan terjadi kointegrasi yang berarti terdapat hubungan jangka panjang di antara keduanya (Winarno, 2011: 11.7). Granger dalam Kristanti dan Latifah (2013: 224) menyatakan bahwa uji kointegrasi dapat dipandang sebagai test pendahuluan (*pre-test*) untuk menghindari adanya regresi spurious.

Peneliti membandingkan *trace statistic* dengan nilai kritis pada keyakinan 5%. Apabila nilai *trace statistic* > nilai kritis pada tingkat keyakinan 5% maka dapat disimpulkan bahwa kedua variabel saling berkointegrasi atau terdapat hubungan jangka panjang. Sebaliknya, jika nilai *trace statistic* < nilai kritis, pada tingkat keyakinan 5% maka dapat disimpulkan bahwa kedua variabel tidak saling berkointegrasi atau tidak terdapat hubungan jangka panjang (Winarno, 2011: 11.9).

3. Hasil dan Pembahasan

3.1 Hasil Penelitian

Setelah melakukan pengujian statistik, pengujian selanjutnya yang dilakukan penulis adalah uji *Augmented Dickey Fuller*. Tujuan uji ADF adalah untuk memastikan bahwa data harus stasioner dengan taraf signifikansi 5%. Berikut ini adalah hasil uji ADF inflasi yang dilakukan penulis. Pada pengujian ini data inflasi, data Kurs Valuta Asing, data IHK dan data Harga Emas Dunia stasioner pada 1st difference serta data BI Rate stasioner pada 2nd difference sehingga data dapat dianalisis lebih lanjut.

Model Koreksi Kesalahan

Hasil uji model koreksi kesalahan (*Error Correction Model*) pada tabel dibawah ini dapat diketahui bahwa nilai probabilitas residualnya sebesar 0,0043 lebih kecil dari 0,05. Dari pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa ECM yang digunakan sudah valid, yang berarti terdapat hubungan jangka pendek antara variabel inflasi, Suku Bunga SB!, Kurs Valuta Asing, IHK dan Harga Emas Dunia terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia.

Tabel 4.8

Uji Model Koreksi Kesalahan (*Error Correction Model*)

Dependent Variable: D(ISSI)				
Method: Least Squares				
Date: 09/22/14 Time: 13:03				
Sample (adjusted): 2011M06-2013M12				
Included observations: 31 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-15.02337	73.76493	-0.203665	0.8408
D(INFLASI)	37.39859	286.4189	0.130573	0.8975
D(BI_RATE)	-862.4181	768.7605	-1.121829	0.2759
D(KURS)	-0.019588	0.004346	-4.507266	0.0002
D(IHK)	-2.209398	1.788910	-1.235052	0.2319
D(GOLD)	-0.003543	0.010112	-0.350416	0.7299
INFLASI(-1)	-5.748673	252.2082	-0.022793	0.9821
BI_RATE(-1)	-90.67091	352.8145	-0.256993	0.7999

KURS(-1)	-0.002912	0.003505	-0.830831	0.4164
IHK(-1)	0.519726	0.680530	0.763708	0.4544
GOLD(-1)	-0.010567	0.012242	-0.863160	0.3988
RESID01(-1)	-0.462898	0.143035	-3.236253	0.0043
R-squared	0.724230	Mean dependent var	0.581645	
Adjusted R-squared	0.564574	S.D. dependent var	6.184164	
S.E. of regression	4.080731	Akaike info criterion	5.935074	
Sum squared resid	316.3949	Schwarz criterion	6.490166	
Log likelihood	-79.99365	Hannan-Quinn criter.	6.116021	
F-statistic	4.536192	Durbin-Watson stat	1.974090	
Prob(F-statistic)	0.001973			

Berdasarkan tabel diatas, dapat dijelaskan bahwa kelima variabel bebas yakni Inflasi, Suku Bunga SBI, Kurs Valuta Asing, IHK dan Harga Emas Dunia memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel terikat Indeks Saham Syariah Indonesia. Nilai $R^2 = 0.72423$ menunjukkan bahwa 72,423% variabel terikat dijelaskan oleh variabel bebas sedangkan sisanya 27,577% dijelaskan oleh variabel lain diluar variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini. Diantara kelima variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini.

Uji Kointegrasi

Pengujian kointegrasi pada residual (resid01) dilakukan dengan menggunakan model *Augmented Dickey-Fuller*.

Tabel 4.9
Uji ADF Residual

Level	AOF Value	AOF 5%,	Probabilit
Level	-3.699068	-2.963972	0.0093

Berdasarkan Uji ADF Residual tingkat level pada tabel 4.8 diperoleh nilai probabilitas sebesar 0,0093. Nilai probabilitas ini sudah lebih kecil dari 0,05. Hal ini berarti bahwa pada level ini data sudah stasioner.

Langkah selanjutnya adalah membandingkan ADF statistik nilai kritisnya dengan taraf signifikansi 5%. Jika nilai ADF statistik > nilai kritis berarti terjadi kointegrasi antar variabel. Untuk mencari besaran nilai kritis, digunakan nilai dalam tabel McKinnon dengan formula sebagai berikut:

$$C(p) = \phi_{co} + \phi_1 r^{-1} + \phi_2 r^{-2} \quad (11)$$

Model yang digunakan pada penghitungan nilai kritis, adalah model dengan konstanta tanpa trend serta jumlah regresor (11) = 5 dan jumlah observasi (7) = 31 sehingga dari tabel McKinnon diperoleh (untuk p value = 5%), $\phi_{co} = -4.4185$, $\phi_1 = -13.641$, $\phi_2 = -21.16$. Dengan menggunakan formula nilai kritis, maka diperoleh nilai kritis (*response surface*): $C(p) = -4.88055$.

Hasil uji ADF residual menunjukkan bahwa nilai *trace statistic* adalah sebesar $-2.963972 > -4.88055$. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa terjadi kointegrasi antara variabel Inflasi, Suku Bunga SBI, Kurs Valuta Asing, IHK dan Harga Emas Dunia pada Indeks Saham Syariah Indonesia. Hal ini mengindikasikan variabel tersebut dikatakan dalam kondisi keseimbangan jangka panjang (*long-run equilibrium*).

Untuk mendapatkan koefisien jangka panjang model ECM maka akan dihitung dengan menggunakan rumus:

$$\text{Konstanta} = \frac{b_a}{1 - b_{11}} \quad (12)$$

$$\text{Inflasi} = \frac{b_6 + b_{11}}{1 - b_{11}} \quad (13)$$

$$\text{Suku Bunga SBI} = \frac{b_7 + b_{11}}{1 - b_{11}} \quad (14)$$

$$\text{Kurs Valuta Asing} = \frac{b_8 + b_{11}}{1 - b_{11}} \quad (15)$$

$$\text{Indeks Harga Konsumen} = \frac{b_9 + b_{11}}{1 - b_{11}} \quad (16)$$

$$\text{Harga Emas Dunia} = \frac{b_{10} + b_{11}}{1 - b_{11}} \quad (17)$$

Tabel 4.10
Model Estimasi Jangka Panjang

Variabel Independen	Koefisien Regresi
Konstanta	-10.2696
Inflasi	-4.24607

Suku Bunga SBI	-62.2968
Kurs Valuta Asing	-0.31842
Indeks Harga Konsumen	0.038846
Harga Emas Dunia	-0.32365

3.2 Pem bahasan

Pengaruh Inflasi pada Indeks Saham Syariah Indonesia

Inflasi mempunyai pengaruh tidak signifikan dengan koefisien negatif pada Indeks Saham Syariah Indonesia dalam jangka panjang dan berpengaruh tidak signifikan dengan koefisien positif dalam jangka pendek. Secara empiris, pengaruh inflasi jangka panjang dalam penelitian ini konsisten dengan penelitian Kristanti dan Latifah (2013) dan Nugroho (2008). Sedangkan pengaruh inflasi dalam jangka pendek pada penelitian ini konsisten dengan penelitian Purnamawati dan Werastuti (2013).

Dari segi arah, penelitian ini menjelaskan bahwa dalam jangka panjang pengaruh arah inflasi sesuai dengan teori bahwa inflasi dapat meningkatkan biaya operasional perusahaan sehingga akan menurunkan profitabilitas perusahaan. Hal ini akan menurunkan dividen yang akan dibayarkan pada pemegang saham dan menurunkan daya beli atas produk atau jasa yang dihasilkan perusahaan. Dari sisi pengaruh, penulis sependapat dengan Aji (2003) dalam Sari (2012) bahwa dalam jangka panjang inflasi tidak akan memberikan arti serius bagi para investor untuk menanamkan dananya di pasar modal. Investor mengerti bahwa dengan adanya inflasi dalam jangka panjang ticalk akan membahayakan dananya yang berada di pasar modal. Dengan demikian akan terjadi peningkatan penawaran atas saham yang tidak diimbangi oleh peningkatan permintaan sehingga akan menurunkan harga saham.

Dalam jangka pendek, rilis data inflasi berpengaruh positif terhadap pergerakan Indeks Saham Syariah Indonesia. Kemungkinan hal tersebut disebabkan oleh ekspektasi positif dari investor bahwa figur tersebut juga menggambarkan kenaikan penclapatan dengan faktor biaya yang dianggap tetap. Selain itu, dalam jangka pendek, figur inflasi *Y-o-Y* yang membandingkan langsung besaran inflasi tidak sepenuhnya menggambarkan angka inflasi tahunan yang ditargetkan pemerintah. Selama inflasi yang terjadi masih wajar atau memiliki selisih yang kecil dengan target inflasi pemerintah, besaran inflasi masih akan dipandang sebagai pertumbuhan yang arahnya positif oleh investor saham. Dengan demikian, investor memandang informasi ini sebagai sebuah kabar yang menggembirakan karena besar kemungkinan akan menaikkan *profit* yang akan diterimanya. Disisi lain, figur ini menjadi tidak signifikan kemungkinan karena investor juga mempertimbangkan aktivitas riil yang terjadi. Serta kemungkinan adanya keterkaitan erat antara kebijakan moneter dengan kebijakan sektor riil di Indonesia.

Pengaruh Suku Bunga SBI pada Indeks Saham Syariah Indonesia

Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia berpengaruh tidak signifikan dengan koefisien negatif pada Indeks Saham Syariah Indonesia dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Secara empiris, pengaruh Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia jangka panjang dalam penelitian ini konsisten dengan penelitian Purnamawati dan Werastuti (2013), Prasetyono (2010), Nugroho (2008) dan Witjaksono (2010). Dalam jangka pendek, penelitian ini konsisten dengan penelitian Kristanti dan Latifah (2013), Purnamawati dan Werastuti (2013), Prasetyono (2010), Nugroho (2008) dan Witjaksono (2010).

Penelitian ini menginterpretasikan bahwa pergerakan Suku Bunga SBI secara teoritis akan bergerak berlawanan arah dengan Indeks Saham Syariah Indonesia dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Disebut demikian karena investor pada umumnya akan menanamkan kelebihan dananya pada investasi yang memberikan keuntungan yang tinggi dengan tingkat risiko yang rendah. Hubungan keuntungan investasi dengan Suku Bunga SBI terkait dengan beban bunga yang harus dikeluarkan perusahaan akan bergerak berlawanan arah terhadap dividen yang akan diterima oleh pemegang saham. Jika dikaitkan dengan risiko, pergerakan *BI Rate* yang ditetapkan oleh pemerintah terkait dengan pencapaian target inflasi menjadi sinyal yang direspon sebagai suatu risiko bagi investasi saham. Campur tangan pemerintah yang sangat ketat dalam penentuan *BI Rate* inilah kemungkinan masih memberikan *self confidence* kepada investor sehingga menjadikan variabel bebas ini menjadi tidak signifikan. Perubahan *BI Rate* juga akan mempengaruhi proporsi pendapatan operasi dan pendapatan tidak halal yang disyaratkan dalam kriteria syariah, hal ini jelas akan menyebabkan konstituen dengan fundamental yang kurang baik akan keluar dari kategori syariah sehingga akan mempengaruhi permintaan dan penawaran terhadap saham dan akan mempengaruhi besaran indeks itu sendiri.

Pengaruh Kurs Valuta Asing pada Indeks Saham Syariah Indonesia

Kurs Valuta Asing berpengaruh signifikan dengan koefisien negatif pada Indeks Saham Syariah Indonesia dalam jangka pendek namun tidak berpengaruh signifikan dalam jangka panjang. Hasil penelitian ini dalam jangka pendek konsisten dengan penelitian Purnamawati dan Werastuti (2013),

Prasetiono (2010), dan Witjaksono (2010), Dalam jangka panjang penelitian ini konsisten dengan penelitian Prasetiono (2010), dan Witjaksono (2010).

Penelitian ini menjelaskan bahwa kekuatan nilai tukar berbanding lurus dengan aktivitas *trading* di pasar saham. Bagi investor jangka pendek yang berorientasi pada *capital gain*, kurs menjadi sangat penting karena pelemahan kurs akan meningkatkan biaya bahan baku apabila bahan baku tersebut dibeli dari luar negeri. Selain itu pelemahan kurs juga akan mengakibatkan pengurangan jumlah ekspor produk atau jasa. Kenaikan harga pokok produksi yang tidak diimbangi dengan kenaikan harga jual akan menurunkan profitabilitas perusahaan yang berakibat pada penurunan dividen yang akan diterima pemegang saham. Ketika kurs semakin melemah, investor di pasar saham cenderung akan meminimalisasi risiko kerugian dengan melepas saham yang dimilikinya. Selain itu, juga terdapat faktor tren neraca perdagangan total dimana selama kurun waktu 2011-2013 dimana tren ekspor cenderung turun dan tren impor cenderung naik. Dengan kemampuan seperti itu, kurs Rupiah akan menjadi sangat volatil ketika ada faktor lain dari luar negeri yang mempengaruhi kekuatan Rupiah, investor akan memandang bahwa investasi sahamnya berisiko tinggi sehingga ketika ada figur yang keluar terkait dengan kurs akan sangat mempengaruhi pergerakan indeks saham.

Dalam jangka panjang, kurs valuta asing memiliki koefisien negatif dengan pengaruh tidak signifikan. Hal ini kemungkinan disebabkan oleh kemampuan pemerintah dalam mengendalikan Rupiah. Dengan pengendalian yang baik oleh pemerintah selama periode penelitian, pelemahan Rupiah ini masih dianggap hal yang wajar karena produk dan jasa yang dihasilkan perusahaan masih terserap pasar, bahkan dengan daya beli yang terus meningkat secara stabil.

Pengaruh Indeks Harga Konsumen pada Indeks Saham Syariah Indonesia

Indeks Harga Konsumen mempunyai pengaruh tidak signifikan dengan koefisien negatif pada Indeks Saham Syariah Indonesia dalam jangka pendek namun berpengaruh tidak signifikan dengan koefisien positif dalam jangka panjang. Secara empiris, pengaruh Indeks Harga Konsumen jangka panjang dalam penelitian ini konsisten dengan penelitian Filis (2009).

Indeks Harga Konsumen menggambarkan produk maupun jasa yang dihasilkan produsen yang telah sampai di masyarakat dan terkonversi menjadi kas. Dalam jangka panjang kenaikan indeks ini ditangkap oleh investor sebagai sebuah sinyal yang baik karena akan menaikkan pendapatan operasional perusahaan, kenaikan pendapatan akan menaikkan *return on investment* dimana dengan kenaikan itu akan meningkatkan dividen yang akan diperoleh pemegang saham. Dengan harapan memperoleh dividen yang tinggi, permintaan saham akan naik sehingga akan meningkatkan harga saham.

Dalam jangka pendek, pemegang saham bereaksi negatif terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia namun tidak signifikan. Hal ini kemungkinan timbul karena kenaikan Indeks Harga Konsumen yang dirilis oleh Badan Pusat Statistik setiap awal bulan tidak mencerminkan kenaikan *net profit* perusahaan. Selain itu, kemungkinan karena ketika terjadi kenaikan IHK yang berarti kenaikan pendapatan namun yang terjadi justru kenaikan biaya lebih tinggi proporsinya dibandingkan kenaikan pendapatan sehingga justru menurunkan dividen yang akan diterima pemegang saham. Namun begitu, hal ini menjadi tidak signifikan karena pemerintah akan selalu melakukan kontrol melalui kebijakan moneter agar biaya yang timbul tidak melonjak melebihi proporsi kenaikan pendapatan sehingga tidak memicu investor untuk melepas sahamnya.

Pengaruh Harga Emas Dunia pada Indeks Saham Syariah Indonesia

Harga Emas Dunia berpengaruh tidak signifikan dengan koefisien negatif dalam jangka pendek maupun dalam jangka panjang terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. Secara empiris, pengaruh Harga Emas Dunia terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia dalam jangka pendek konsisten dengan penelitian Graham (2001).

Dalam jangka pendek, pergerakan emas berpengaruh tidak signifikan dengan koefisien negatif kemungkinan karena perilaku emas yang berbeda dengan perilaku variabel-variabel bebas dalam penelitian ini. Fluktuasi harga emas antara lain dipengaruhi oleh keadaan geopolitik suatu negara, kekuatan Dollar Amerika Serikat serta permintaan dan penawarannya itu sendiri. Dalam jangka pendek ketika *return* investasi saham lebih menjanjikan dibandingkan dengan *return* perdagangan komoditas emas, investor saham akan cenderung *wait and see* apakah akan mengalihkan investasinya atau tetap membiarkannya tetap diinvestasikan pada saham.

Dalam jangka panjang, kemungkinan *return* antara berinvestasi saham dan komoditas emas adalah dua hal yang berlainan. Dalam jangka panjang harga emas tidaklah selalu naik, dalam kurun waktu Mei 2011-Desember 2013 harga emas bahkan cenderung turun. Sedangkan ISSI memiliki tren yang cenderung naik. Dengan demikian apabila seseorang menginvestasikan uangnya di pasar modal, ia akan memperoleh *capital gain*, sedangkan apabila ia menginvestasikan kelebihan dananya di pasar komoditas, justru akan memperoleh *capital loss*.

4. Kesimpulan dan Saran

Kesimpulan

Berdasarkan analisis yang telah dilakukan melalui uji ECM dan uji kointegrasi, terdapat hubungan jangka pendek antara Inflasi, Suku Bunga SBI, Kurs Valuta Asing, IHK dan Harga Emas Dunia terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia periode Mei 2011–Desember 2013. Dimana Inflasi berpengaruh positif tidak signifikan; Suku Bunga SBI, Indeks Harga Konsumen dan Harga Emas Dunia berpengaruh negatif tidak signifikan serta Kurs Valuta Asing berpengaruh negatif signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. Terdapat hubungan jangka panjang antara Inflasi, Suku Bunga SBI, Kurs Valuta Asing, IHK dan Harga Emas Dunia terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia periode Mei 2011–Desember 2013. Dalam jangka panjang IHK berpengaruh positif tidak signifikan, sedangkan Inflasi, Suku Bunga SBI, Kurs Valuta Asing, dan Harga Emas Dunia berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia periode Mei 2011–Desember 2013.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dikemukakan, penulis mencoba memberikan saran bagi investor jangka pendek dan jangka panjang serta peneliti selanjutnya. Bagi investor jangka pendek agar lebih memperhatikan pergerakan Rupiah serta penyebabnya dalam setiap transaksi saham kategori syariah. Bagi investor jangka panjang agar mempertimbangkan variabel-variabel makro yang mempengaruhi Indeks Saham Syariah Indonesia baik Inflasi, Suku Bunga SBI, Kurs Valuta Asing, IHK maupun Harga Emas Dunia serta faktor-faktor lain sebelum maupun ketika berinvestasi saham kategori syariah.

Bagi peneliti selanjutnya disarankan agar menambahkan variabel makro lain yang berpotensi memiliki pengaruh terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia seperti neraca perdagangan, pendapatan per kapita, harga minyak dunia maupun variabel-variabel yang lain. Selain itu, dapat memperpanjang periode penelitian agar hasilnya dapat merepresentasikan kondisi yang ada dengan menggunakan sampel yang lebih banyak.

DAFTAR PUSTAKA

- [1] Abdurrahman, Maman dan Muhidin, Sambas Ali. 2012. Dasar-dasar Metode Statistiks untuk Penelitian. Bandung: Pustaka Setia.
- [2] Ariefianto, M. D. 2012. Ekonometrika Esensi dan Aplikasi dengan Menggunakan Eviews. Jakarta: Erlangga.
- [3] Berita Resmi Statistik No.33/07/Th.XI tertanggal 1 Juli 2008.
- [4] Fatwa DSN No: 80/DSN-MU/1/11/2011 Tentang Penerapan Prinsip Dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek.
- [5] Fatwa DSN No: 82/DSN-MUI/VIII/2011 Tentang Perdagangan Komoditi Berdasarkan Prinsip Syariah di Bursa Komoditi.
- [6] Filis, George. 2009. *The Relationship between Slack Market, CPI and Industrial Production in Greece and The Impact of Oil Prices: Are any New Findings Emerging from The Examination of Their Cyclical Components, Using Recent Data*. International Conference on Applied Economics – ICOAE 2009, 163–176.
- [7] Hamzah, Ardi. 2005. Analisa Ekonomi Makro, Industri dan Karakteristik Perusahaan terhadap Beta Saham Syariah. *Makalah disainpaikan dalam Simposium Nasional Akuntansi VU/ Solo: 15-16 September*.
- [8] Hanafi, Mamduh M. 2004. Manajernen Keuangan. Yogyakarta: BPFE.
- [9] Handbook Level 1 Sekolah Pasar Modal Syariah, Bursa Efek Indonesia, 2012.
- [10] Hartono, Jogiyanto. 2013. Teori Portofolio dan Analisis Investasi. Yogyakarta: BPFE.
- [11] Buku Panduan Indeks Harga Saham Bursa Efek Indonesia. *Indonesia Stock Exchange*, 2010.
- [12] Keputusan Ketua Bapepam-LK Nomor: Kep-181/81/2009 Tentang Penerbitan Efek Syariah.
- [13] Keputusan Ketua Bapepam-LK Nomor: Kep-208/81/2012 Tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah.
- [14] Kodifikasi Peraturan Bank Indonesia Likuiditas Rupiah Operasi Moneter, Operasi Moneter Syariah, dan Sertifikat Bank Indonesia Syariah, Bank Indonesia, 2013.
- [15] Kristanti, F.T. & Lathifah, N. T. 2013. Pengujian Variabel Makro Ekonomi terhadap *Jakarta Islamic index*. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 17(1): 220-229.
- [16] Manulife Asset Management Cheat Sheet, 24 Juni 2013.
- [17] Manurung, Adler H. dan Rizky, Lutfi T, 2009, *Succesful Financial Planner: A Complete Guide*. Jakarta: Grasindo.
- [18] Master Plan Pasar Modal Indonesia 2005-2009, Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2005.
- [19] Master Plan Pasar Modal Indonesia 2009-2014, Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2010.
- [20] *Modul in House Training*, Valbury Asia Futures, 2013.
- [21] Nordhaus, D. William. 1998. *Quality Change in Price Indexes. Journal of Economic Perspectives—Volume 12, Number 1—Winter 1998—Pages 59–68*.

- [22] Nugroho, Heru. 2008. Analisis Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, Kurs dan Jumlah Uang Beredar terhadap Indeks LQ45. Tesis pada Universitas Diponegoro Semarang: Tidak Diterbitkan.
- [23] Nugroho, Primawan Wisda dan Basuki, Umar Basuki. 2012. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Inflasi di Indonesia Periode 2000.1-2011.4. *Diponegoro Journal of Economics Volume 1, Nomor 1, Tahun 2012, Halaman 1-10*.
- [24] Prasetyono, Dwi Wahyu. 2010. Analisis Pengaruh Faktor Fundamental Ekonomi Makro dan Harga Minyak terhadap Saham LQ45 dalam Jangka Pendek dan Jangka Panjang. *Journal of Indonesian Applied Economics Vol. 4 No. 1 Mei 2010, 11-25*.
- [25] Purnamawati, I. G. A. & Werastuti, D. N. S. 2013. Faktor Fundamental Ekonomi Makro Terhadap Harga Saham LQ45. *Jurnal Keuangan dan Perbankan 17(2): 211-219*.
- [26] Riduwan, Kuncoro. 2010. Metode & Teknik Menyusun Tesis. Bandung: Alfabeta.
- [27] Rosadi, Dedi. 2012. Ekonometrika & Analisis Runtun Waktu Terapan dengan EViews. Yogyakarta: Andi Offset
- [28] Samuelson, P.A. & Nordhaus, W. D. 2005. Economics. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- [29] Sanusi, Anwar. 2011. Metodologi Penelitian Bisnis. Jakarta: Salemba Empat.
- [30] Sari, A.I.K. 2012. Analisis Pengaruh Inflasi dan Tingkat Suku Bunga SBI terhadap Indeks Saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia Periode 2000-2010. <http://repository.unri.ac.id/bitstream/123456789/651/1/JURNAL%20ARYUNI%20INTAN%20080213111.pdf>. Diakses tanggal 14 September 2014.
- [31] Sekaran, Uma. 2011. Metodologi Penelitian untuk Bisnis Edisi 4-Buku 1. Jakarta: Salemba Empat.
- [32] Metodologi Penelitian untuk Bisnis Edisi 4-Buku 2. Jakarta: Salemba Empat.
- [33] Sinton, Jimmi. 2014. *An Empirical Investigation of the Causal Relationship between Gold Price, Exchange Rate Changes and Jakarta Composite Index. Proceedings of World Business and Social Science Research Conference 14 - 16 April 2014, Hotel Crowne Plaza a Republique, Paris, France, ISBN: 978-1-922069-47-4*.
- [34] Smith, Graham. 2001. *The Price of Gold and Stock Price Indices for The United States*.
- [35] Sugiyono. 2011. Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan Kombinasi (*Mixed Methods*). Bandung: Alfabeta.
- [36] Sukirno, Sadono. 2012. Makroekonomi Teori Pengantar. Jakarta: Rajawali Pers.
- [37] Sunariyah. 2011. Pengantar Pengetahuan Pasar Modal. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- [38] Tim Kajian Minat Investor Terhadap Efek Syariah di Pasar Modal. 2011. Kajian Minat Investor Terhadap Efek Syariah di Pasar Modal. Jakarta: Bapepam-LK.
- [39] Twite, Gary. 2002. *Gold Prices, Exchange Rates, Gold Stocks and the Gold Premium. Australian Journal of Management Vol. 27 No.2 December 2002: 123-140*.
- [40] Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal.
- [41] Wibisono, Dermawan. 2013. Panduan Menyusun Skripsi, Tesis dan Disertasi. Yogyakarta: Andi Offset.
- [42] Wijaya, Toni. 2012. Praktis dan Sempit Cepat Menguasai SPSS 20 untuk Olah Interpretasi Data. Yogyakarta: Cahaya Atma Pustaka.
- [43] Winarno, Wing Wahyu. 2011. Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan EViews. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- [44] Witjaksono, Ardian Agung. 2010. Analisis Pengaruh Tingkat Suku Bunga SBI, Harga Minyak Dunia, Harga Emas Dunia, Kurs Rupiah, Indeks Nikkei 225, dan Indeks Dow Jones Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan. Tesis pada Universitas Diponegoro Semarang: Tidak Diterbitkan.
- [45] Yahya, Marzuqi. 2012. Jurus Cerdas Investasi Emas.: Jakarta: Laskar Aksara.
- [46] <http://www.bapepam.go.id> terakhir diakses pada 5 April 2014
- [47] <http://www.bi.go.id> terakhir diakses pada 19 Agustus 2014
- [48] <http://www.forexfactory.com> terakhir diakses pada 3 Mei 2014
- [49] <http://www.goldfixing.com> terakhir diakses pada 5 Mei 2014
- [50] <http://www.idx.co.id> terakhir diakses pada 20 April 2014
- [51] <http://www.investasiemas-id.com> terakhir diakses pada 14 Agustus 2014
- [52] <http://www.jurnas.com> terakhir diakses pada 25 April 2014
- [53] <http://www.bjk.go.id> terakhir diakses pada 4 Mei 2014
- [54] <http://www.okezone.com> terakhir diakses pada 30 Maret 2014
- [55] <http://www.wikipedia.org> diakses pada 1 Mei 2014
- [56] Thomson Reuters diakses pada 22 April 2014