

Analisis dampak harga emas dunia, harga minyak dunia, kurs, Indeks Harga Konsumen (IHK), dan BI rate terhadap Jakarta Islamic Index

Muhammad Umar Azyka Alfuadi

Sekolah Tinggi Ekonomi Islam Tazkia, Indonesia

Corresponding e-mail: azkaumar@yahoo.com

ABSTRACT

submitted:
Nov-03, 2019

Purpose — *The paper attempts to analyze the impacts of the gold price, oil price, exchange rate, consumer price index, and BI rate on the Jakarta Islamic Index.*

accepted:
Nov-25, 2019

Research method — *This study employs VAR-VECM to analyze all secondary data collected. The period is from January 2009 until December 2011.*

published:
Dec-02, 2019

Result — *The result shows that in long term all variables have a significant impact on Jakarta Islamic Index. The gold price has a negative impact on Jakarta Islamic Index at 4,1% and is stable after 12 months, the oil price has a positive impact of 1% and stable after 21 months, the exchange rate has a positive impact of 3,8% and stable after 17 months, the consumer price index has positive impact 0,5% and stable after 21 months, and BI rate has negative impact 6,2% and stable after 15 months. BI rate also gives the biggest impact on Jakarta Islamic Index among others.*

Keywords: *exchange rate, gold, Jakarta Islamic Index, oil price*



PENDAHULUAN

Pemulihan ekonomi global dari efek krisis finansial global di tahun 2008 yang dimulai sejak pertengahan tahun 2009 masih berlanjut dan mulai menunjukkan perbaikan pada tahun 2010. Akan tetapi, pada pertengahan 2011 kondisi perekonomian global kembali mengalami guncangan hebat disebabkan beberapa kejadian di negara-negara dunia. Kejadian tersebut diantaranya adalah bencana tsunami yang dahsyat di Jepang, yang mana Jepang adalah salah satu negara yang memiliki kekuatan ekonomi dan produktifitas barang-barang ekspor terbesar di Asia, bahkan dunia (terutama barang-barang otomotif). Kejadian ini kemudian berdampak kepada pasar saham di Asia yang menjadi berfluktuasi sangat tajam, karena memang produktifitas perusahaan-perusahaan, kondisi perekonomian, serta kondisi pasar saham Jepang memiliki pengaruh yang cukup besar di bursa Asia¹.

Belum lama setelah itu, pecahlah konflik diantara negara-negara Timur Tengah dan Afrika Utara yang disebabkan masalah-masalah politik internal. Hal ini juga menjadi faktor yang mengguncang perekonomian dunia, Karena negara-negara Timur Tengah dan Afrika Utara adalah notabene negara-negara pengekspor dan produsen dominan minyak dunia. Hal ini kemudian memicu ketidakseimbangan antara *supply* dengan *demand* ini menyebabkan fluktuasi dan peningkatan harga minyak dunia yang tajam yaitu rata-rata peningkatan harga sebesar 32 persen dan bahkan mencapai harga diatas 110 US Dollar per barrel.

Amerika Serikat juga sempat mengalami pemulihan ekonomi di awal 2011 pasca krisis finansial global pada tahun 2008, dengan menerapkan kebijakan fiskal dan moneter yang sangat ekspansif ternyata belum mampu memperbaiki kinerja keuangan (*balance sheet*) baik korporasi maupun rumah tangga. Hal ini kemudian menimbulkan kekhawatiran mengenai kesinambungan fiskal jangka menengah. Ditambah dengan batas hutang negara yang hampir jatuh tempo dan besarnya defisit fiskal negara, membuat lembaga pemeringkat S&P menurunkan peringkat utang pemerintah AS dari AAA menjadi AA+. Bursa saham Amerika Serikat juga terkena dampak dari keadaan perekonomiannya yang tidak menentu, yaitu dengan anjloknya bursa secara drastis sebesar 14 persen, meskipun tetap yang terbaik dibanding bursa di negara-negara Eropa juga Asia sekalipun. Dari akumulasi semua kejadian diatas, mengakibatkan turunnya pertumbuhan ekonomi global pada tahun 2011 menjadi 3,8 persen dari tahun sebelumnya 5,1 persen².

Dari sisi harga emas dunia pun akhirnya juga mengalami peningkatan yang cukup signifikan dengan sempat mencapai harga tetingginya sepanjang sejarah yaitu 1900 US Dollar per *troy ounce*. Hal ini terjadi karena para investor meyakini bahwa emas adalah sebuah aset yang dianggap aman (*safe haven*), yang kemudian membuat mereka berbondong-bondong untuk membeli emas sebagai bentuk instrumen investasi yang mampu menjaga nilai harta mereka dengan

¹Laporan Perekonomian Indonesia BI, 8:2011

² Laporan perekonomian Indonesia BI, 24:2011

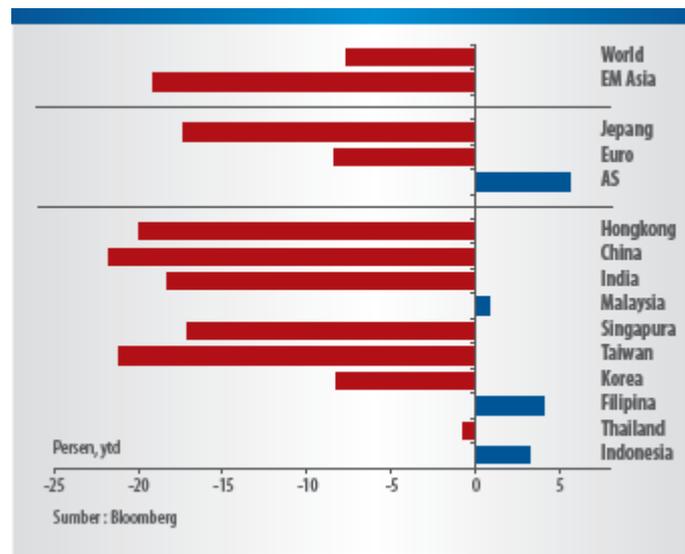
aman dan sebagian juga memanfaatkan komoditas emas ini sebagai instrumen untuk berspekulasi.

Ditengah keadaan perekonomian dunia yang tidak menentu, perekonomian Indonesia masih mampu bertahan dari dampak krisis global dan tetap mengalami peningkatan. Hal ini tercermin dari beberapa indikator, diantaranya adalah pertumbuhan perekonomian Indonesia yang tetap diatas 6 persen yaitu 6,1 persen pada tahun 2010 dan meningkat menjadi 6,5 persen pada tahun 2011 atau yang tertinggi dalam sepuluh tahun terakhir. Di sisi lain, inflasi yang terjadi di tahun 2010 adalah sebesar 6,96 persen dan menurun pada tahun 2011 yang hanya sebesar 3,79 persen. Kemudian devisa negara pun semakin menguat dari 96,2 miliar US Dollar pada tahun 2010 menjadi 110,1 miliar USD di akhir tahun 2011³.

Kondisi sebuah pasar modal sebuah negara tidak bisa terlepas dari kondisi ekonomi negara tersebut. Dengan semakin kuatnya kondisi fundamental perekonomian, maka pasar modalnya pun juga semakin menguat. Hubungan ini bisa terjadi karena kondisi ekonomi yang kuat salah satu indikatornya adalah baiknya kinerja kegiatan produksi oleh perusahaan yang ada di negara tersebut, sedangkan perusahaan adalah emiten yang mengeluarkan surat berharganya untuk diperdagangkan di pasar modal. Semakin baik kinerja perusahaan maka semakin baik dan meningkat pula harga saham perusahaan tersebut di bursa. Dengan baik dan meningkatnya harga saham maka secara otomatis membuat para investor menginvestasikan hartanya ke dalam saham tersebut baik investor dari dalam negeri (lokal) ataupun dari luar negeri. Pada akhirnya dengan banyaknya volume transaksi perdagangan saham mendorong nilai dan perkembangan bursa di negara tersebut.

Hal itulah yang terjadi juga pada bursa saham di Indonesia ditunjukkan dengan pemulihan indeks yang lebih baik dan lebih cepat dibanding dengan negara kawasan sebagaimana yang ditunjukkan pada tabel pertumbuhan bursa di negara-negara di dunia oleh *Bloomberg* yang tercantum dalam laporan perekonomian Indonesia yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia (BI) di bawah. Dan bahkan untuk pertama kalinya dalam sejarah, *Indeks Composite* atau indeks yang menggambarkan kinerja keseluruhan saham dalam bursa di Indonesia yaitu Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mampu melebihi angka 3, yaitu mencapai angka 4.193 pada Agustus 2011. Berikut gambaran perubahan indeks saham Indonesia dan dunia pada tahun 2011:

³ Laporan Perekonomian Indonesia BI, 42:2011



Gambar 1. Perbandingan Indeks Saham Indonesia Dengan Dunia
sumber: Laporan Perekonomian Indonesia 2011 (www.bi.go.id)

Pada tahun 2011 juga, terdapat sebuah indeks yang memiliki kriteria khusus dan berbeda dalam menyaring saham-sahamnya yang diantara kriteria emitennya adalah bisnis yang dijalankan oleh perusahaan tersebut tidak boleh mengandung unsur yang dilarang dalam hukum Islam yaitu Jakarta Islamic Index (JII). Indeks ini sudah diterbitkan sejak tahun 2000 silam hasil kerjasama Bursa Efek Indonesia, PT. Danareksa Investment Management, dan Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI). Pergerakan indeks JII sendiri juga tetap menguat dari tahun ke tahun, termasuk pada tahun 2011 di saat kondisi perekonomian dunia tidak menentu.

KAJIAN LITERATUR

Teori yang paling terkenal dalam menjelaskan hubungan antara risiko dan *return* dalam saham adalah teori Capital Asset Pricing Model (CAPM)⁴. Teori CAPM ini menjelaskan bahwa semakin tinggi risiko, maka semakin tinggi pula ekspektasi *return*nya. Dalam menghitung ekspektasi *return*, teori CAPM ini menjumlahkan antara *return* asset bebas risiko dan premium risiko, yang mana risiko premium ini didapatkan dari beta dikalikan dengan premium risiko pasar. Dan premium risiko pasar didapatkan dari ekspektasi *return* pasar dikurangi *return* asset bebas risiko⁵.

⁴ Model ini dikembangkan oleh Sharpe (1964), Lintner (1965), dan Mossin (1966)

⁵ Lihat Berk dan De Marzo, (364 ; 2007)

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f] \dots\dots\dots$$

$E(R_i)$ = Ekspektasi *return* asset i R_f = *Return* asset bebas risiko β_i = Beta asset i

$E(R_m)$ = Ekspektasi *return* pasar $E(R_m) - R_f$ = Premium risiko pasar

Dalam teori Arbitrage Pricing Theory (APT)⁶, ia membuat model yang menggunakan lebih dari satu portofolio untuk bisa menggambarkan risiko yang sistemik. Dan portofolio tersebut bisa terdiri dari portofolio tersebut dibandingkan dengan pergerakan atau fundamental saham itu sendiri dan bisa juga dibandingkan dengan risiko lainnya yang belum diketahui (Berk dan De Marzo, 2007:Glossary2). Dalam analisis tradisional, risiko total dari berbagai aset keuangan bersumber dari : *Interest rate risk, Market risk, Inflation risk, Business risk, Financial risk, Liquidity risk, Exchange rate risk, Country risk*⁷. Di dalam syariah terdapat kata *gharar*, yang secara etimologi bermakna kekhawatiran atau risiko. Dan *taghrir* adalah melibatkan diri pada sesuatu yang *gharar*. Dikatakan *gharara binafsihi wa maalihi taghriran* berarti „*aradhahuma lilhalakah min ghairi an ya'rif* (jika seseorang melibatkan diri dan hartanya dalam kancah *gharar*, maka itu berarti keduanya telah dihadapkan kepada suatu kebinasaan yang tidak diketahui olehnya). *Gharar* juga dikatakan sebagai sesuatu yang bersifat ketidakyakinan (*uncertainty*). Jual beli *gharar* berarti sebuah jual beli yang mengandung unsur ketidakpastian (*jahalah*) antara dua pihak yang bertransaksi, atau jual beli sesuatu yang objek akad tidak diyakini dapat diserahkan⁸.

Beberapa penelitian menjelaskan beragam kesimpulan mengenai determinan indeks saham di negara lain. Smith (2001) dan Wang et al (2010) menyimpulkan bahwa harga emas berdampak negatif terhadap indeks saham. Hubungan antara harga minyak dunia dan indeks saham oleh beberapa penelitian ditemukan memiliki hubungan yang positif⁹. Namun, Sadorsky (1999) sebelumnya menemukan hubungan negatif antara harga minyak dengan indeks saham. Sementara itu, Gettha (2011) menunjukkan hubungan negatif antara inflasi dan suku bunga dengan indeks saham. Sedangkan nilai tukar oleh penelitian Wang et al (2010) disimpulkan memiliki hubungan yang positif.

METODE PENELITIAN

Dalam penelitian ini sumber data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dengan cara dokumentasi, dimana data yang diperoleh tidak diperoleh secara langsung dari objek yang diteliti. Data skunder yang digunakan dalam penelitian ini adalah data bulanan harga emas dunia, harga minyak dunia, kurs, indeks harga konsumen, BI rate dan indeks JII periode Januari 2009 sampai

⁶Teori ini dikembangkan oleh Stephen Ross (1976)

⁷ Lihat Tandelilin (2001:187)

⁸ Dalam Al-Mu"jam al-Wasith dalam Satrio (2005)

⁹ Lihat, Killian & Park (2007) dan Wang et al, 2010)

Desember 2011. Dalam penelitian ini data-data yang diperoleh melalui website www.idx.co.id, www.financialtimes.com, www.bps.go.id, www.bi.go.id dan literatur-literatur yang berhubungan dengan masalah yang diteliti. Sedangkan jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif yakni data yang menekankan pengujian teori melalui pengukuran variabel penelitian dengan angka dan melakukan analisis data dengan prosedur statistik. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini dan defenisi operasionalnya adalah sebagai berikut :

Tabel 1. Variabel Operasional dan Sumber Data

No	Variabel	Skala	Sumber
1	Harga minyak dunia	Rasio	Financialtimes.com
2	Harga emas dunia	Rasio	Financialtimes.com
3	Kurs	Rasio	Financialtimes.com
4	Indeks harga konsumen	Rasio	Bps.go.id
5	BI rate	Rasio	BI.go.id
6	JII	Rasio	Idx.co.id

Metode analisa yang dipakai dalam penelitian ini adalah *Vector Autoregression* (VAR) yang apabila terjadi kointegrasi maka akan dilanjutkan dengan VECM. Metode VAR adalah pendekatan non-stuktural yang menggambarkan hubungan saling mempengaruhi atau saling menyebabkan antar variabel dalam sistem. Metode ini dikembangkan oleh Sims pada tahun 1980 yang mengasumsikan bahwa semua variabel dalam bersifat *endogen* (ditentukan didalam model) sehingga metode ini disebut sebagai model yang a-teoritis (tidak berlandaskan teori) metode ini digunakan karena sering kita jumpai keadaan dimana teori ekonomi saja ternyata tidak mampu menangkap (tidak cukup kaya menyediakan spesifikasi) secara dan lengkap hubungan dinamis antar variabel¹⁰.

Sebelum diolah, data dalam penelitian ini yang memiliki satuan bukan persen akan ditransformasikan ke dalam bentuk Logaritma Natural (LN), seperti harga emas dunia, harga minyak dunia dan kurs. Selanjutnya dalam pengolahannya, data bisa diolah jika stasioner pada salah satu dari tiga keadaan. Jika data stasioner pada *level*, maka digunakan VAR *level*, sedangkan jika data stasioner pada *first difference*, akan digunakan VAR *first difference*. Keadaan terakhir jika data stasioner pada *first difference* dan terdapat kointegrasi, maka dilanjutkan dengan menggunakan *Vector Error Correction Model* (VECM). Dalam analisis data penelitian ini, jika metode yang digunakan adalah VECM, analisis utama akan ditujukan dengan melihat *Impulse Respon Function* (IRF) dan *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD). Fungsi dari IRF adalah untuk melihat jejak

¹⁰ Lihat Ascarya (2009)

interaksi dinamik antara variabel saat ini dan akan datang terhadap guncangan dari variabel tertentu di dalamnya. Sedangkan fungsi FEVD adalah untuk memprediksi kontribusi setiap variabel terhadap guncangan atau perubahan variabel tertentu (Ascarya, 2009)¹¹.

Model yang digunakan dalam penelitian dapat dilihat melalui persamaan umum sebagai berikut:

$$JII = a_0 + a_1 GOLD + a_2 OIL + a_3 KURS + a_4 IHK + a_5 BI + \pi_t \dots\dots$$

Sedangkan persamaan VAR:

$$\begin{pmatrix} JII_t \\ GOLD_t \\ OIL_t \\ KURS_t \\ IHK_t \\ BI_t \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \beta_{10} \\ \beta_{20} \\ \beta_{30} \\ \beta_{40} \\ \beta_{50} \\ \beta_{60} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \beta_{11} & \beta_{12} & \beta_{13} & \beta_{14} & \beta_{15} & \beta_{16} \\ \beta_{21} & \beta_{22} & \beta_{23} & \beta_{24} & \beta_{25} & \beta_{26} \\ \beta_{31} & \beta_{32} & \beta_{33} & \beta_{34} & \beta_{35} & \beta_{36} \\ \beta_{41} & \beta_{42} & \beta_{43} & \beta_{44} & \beta_{45} & \beta_{46} \\ \beta_{51} & \beta_{52} & \beta_{53} & \beta_{54} & \beta_{55} & \beta_{56} \\ \beta_{61} & \beta_{62} & \beta_{63} & \beta_{64} & \beta_{65} & \beta_{66} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} JII_{t-1} \\ GOLD_{t-1} \\ OIL_{t-1} \\ KURS_{t-1} \\ IHK_{t-1} \\ BI_{t-1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \mu_{1t} \\ \mu_{2t} \\ \mu_{3t} \\ \mu_{4t} \\ \mu_{5t} \\ \mu_{6t} \end{pmatrix}$$

Persamaan VECM adalah:

$$\begin{pmatrix} \Delta JII_t \\ \Delta GOLD_t \\ \Delta OIL_t \\ \Delta KURS_t \\ \Delta IHK_t \\ \Delta BI_t \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \beta_{10} \\ \beta_{20} \\ \beta_{30} \\ \beta_{40} \\ \beta_{50} \\ \beta_{60} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \beta_{11} & \beta_{12} & \beta_{13} & \beta_{14} & \beta_{15} & \beta_{16} \\ \beta_{21} & \beta_{22} & \beta_{23} & \beta_{24} & \beta_{25} & \beta_{26} \\ \beta_{31} & \beta_{32} & \beta_{33} & \beta_{34} & \beta_{35} & \beta_{36} \\ \beta_{41} & \beta_{42} & \beta_{43} & \beta_{44} & \beta_{45} & \beta_{46} \\ \beta_{51} & \beta_{52} & \beta_{53} & \beta_{54} & \beta_{55} & \beta_{56} \\ \beta_{61} & \beta_{62} & \beta_{63} & \beta_{64} & \beta_{65} & \beta_{66} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \Delta JII_{t-1} \\ \Delta GOLD_{t-1} \\ \Delta OIL_{t-1} \\ \Delta KURS_{t-1} \\ \Delta IHK_{t-1} \\ \Delta BI_{t-1} \end{pmatrix} - \lambda \begin{pmatrix} \mu_{1t} \\ \mu_{2t} \\ \mu_{3t} \\ \mu_{4t} \\ \mu_{5t} \\ \mu_{6t} \end{pmatrix}$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Stasioneritas

Tahap pertama yang dilakukan dalam penelitian ini adalah melakukan uji stasioneritas data atau dikenal pula dengan istilah uji akar unit (*unit root test*) (Gujarati, 2004). Uji stasioneritas data dapat menggunakan beberapa metode seperti uji *Augmented Dickey-Fuller (ADF-test)* atau uji akar unit *Phillips-Peron (PP-test)*. Metode pengujian stasioneritas data pada penelitian ini adalah dengan menggunakan uji *Augmented Dickey-Fuller (ADF-test)* dengan menggunakan taraf nyata lima persen ($\alpha=5\%$). Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah data penelitian yang digunakan sudah stasioner atau belum. Apabila nilai probabilitas t-statistik ADF lebih kecil dari taraf nyata ($p\text{-value} < \alpha=5\%$), maka dapat dikatakan bahwa data tersebut sudah stasioner. Sebaliknya, apabila nilai probabilitas t-statistik ADF lebih besar dari taraf nyata ($p\text{-value} > \alpha=5\%$), maka dapat dikatakan bahwa data tersebut belum stasioner. Hasil pengujian

¹¹ Ibid..

menunjukkan bahwa data-data yang digunakan dalam penelitian ini tidak stasioner pada tingkat level. Adapun hasil pengujian stasioneritas data dapat dilihat pada Tabel berikut ini:

Tabel 2. Hasil Uji Stasioneritas Data

Variabel	ADF value		PP value	
	Level	1stdifference	Level	1stdifference
LNJII	2.288305	-5.047471	2.009542	-5.108366
LNOIL	1.336912	-5.494600	1.336912	-5.492296
LNGOLD	1.504176	-3.650153	0.871854	-7.118838
LNKURS	-1.623335	-4.961647	-1.623335	-5.108366
LNIHK	3.588620	-1.948130	-5.272550	-2.690138
BI RATE	-3.166486	-3.386456	-2.002778	-3.437626

Keterangan: cetak tebal artinya data sudah stasioner pada taraf nyata 5%.

Berdasarkan Tabel 4.1, dapat dilihat bahwa seluruh variabel yang digunakan pada penelitian ini stasioner pada tingkat *first difference*. Implikasi dari stasionernya data pada tingkat *first difference* adalah pada penggunaan metode VAR. Apabila data yang diuji stasioner pada tingkat *level*, maka metode yang digunakan adalah VAR. Sedangkan apabila data yang diuji tidak stasioner pada tingkat *level*, maka akan berimplikasi pada dua pilihan VAR yaitu VAR dalam bentuk *difference* atau VECM. Karena seluruh data variabel tidak stasioner pada tingkat *level*, tetapi stasioner pada tingkat *first difference* maka model VAR yang akan digunakan adalah model VECM jika terdapat minimal satu kointegrasi antar variabel pada kedua model perbankan syariah tersebut¹².

Uji Kointegrasi

Uji kointegrasi dilakukan untuk menentukan keberadaan kointegrasi antar variabel yang digunakan dalam penelitian ini¹³. Seluruh variabel telah memenuhi persyaratan untuk proses integrasi, karena sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya diatas bahwa semua variabel stasioner pada derajat yang sama yaitu derajat satu atau *first difference*. Karena stasioner pada derajat satu, maka disebut *integrated of degree one* atau I(1). Sebelum menguji kointegrasi pastikan mengestimasi VAR pada level bukan *first difference*. Berdasarkan rekomendasi AIC sebelumnya lag optimal maksimal 1 sehingga pengujian kointegrasi dapat dilakukan pada *lag 1* dan karena tidak diketahui bagaimana model persamaan yang akan dipilih, maka dipilihlah (6) summarize. Namun ternyata model tidak dapat diestimasi karena terlalu banyak derajat bebas yang

¹² Ibid..

¹³ Lihat Arsana (2004)

terbuang sehingga lag dikurangi menjadi *lag1*. Hasil uji kointegrasi adalah model yang ada pada tabel. Berdasarkan hasil uji kointegrasi dapat dilihat bahwa terdapat lebih dari satu kointegrasi antar variabel pada model indeks JII, yang ditunjukkan oleh tanda asterisk yaitu terdapat 3 buah tanda. Oleh karena itu, pemodelan dengan menggunakan model VECM dapat dilakukan untuk meneliti lebih lanjut model indeks JII.

Tabel 3. Hasil Uji Kointegrasi

Model Indeks JII			
Hypothesized	Trace	0.05	
No. of CE(s)	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	148.5921	83.93712	0.0000
At most 1*	87.29654	60.06141	0.0001
At most 2 *	54.09169	40.17493	0.0012
At most 3 *	26.51087	24.27596	0.0257
At most 4	8.168666	12.32090	0.2239
At most 5	2.624328	4.129906	0.1244

Hasil Estimasi VECM

Sebagaimana telah dijelaskan di atas, bahwa persamaan model indeks JII ini memiliki *rank* kointegrasi pada taraf nyata lima persen yang menyebabkan analisis yang dipakai dalam penelitian ini adalah VECM. Berikut akan disajikan hasil estimasi VECM dari persamaan model indeks JII ini.

Tabel 4. Hasil VECM

Jangka Pendek		
Variabel	Koefisien	T-Statistics
CointEq1	-0.471175	[-3.83161]
LN_KURS(-1)	-0.084754	[-0.15212]
LN_OIL(-1)	-0.094639	[-0.77367]
BIRATE(-1)	-0.156750	[-2.58500]
LN_IHK(-1)	-4.731186	[-2.50766]
LN_GOLD(-1)	0.120682	[0.64176]
Jangka Panjang		
Variabel	Koefisien	T-Statistics
LN_KURS(-1)	0.418741	[6.20537]
LN_OIL(-1)	0.368957	[4.82278]

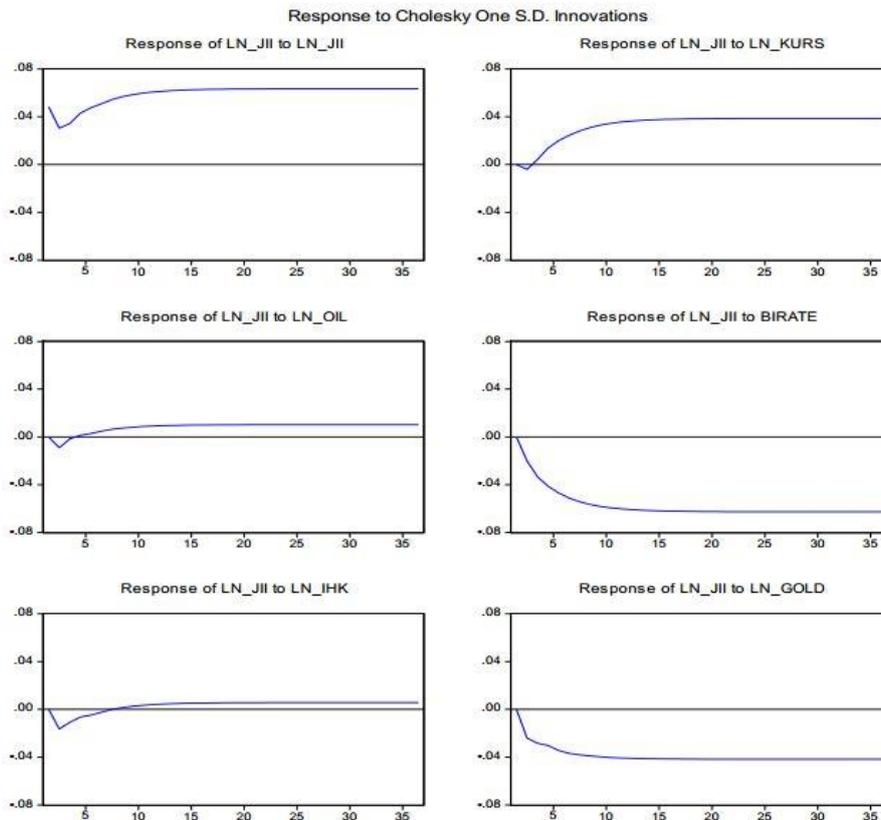
BIRATE(-1)	0.150603	[6.25640]
LN_IHK(-1)	-8.006373	[-11.6578]
LN_GOLD(-1)	1.380340	[7.35622]

Dari hasil perhitungan pada tabel di atas menunjukkan bahwa dalam jangka pendek variabel LNKURS, LNOIL, BIRATE, LNIHK dan LNGOLD tidak berdampak signifikan secara statistik terhadap JII. Dimana t-stat dari variabel-variabel tersebut lebih kecil dari t-tabel 1.96, yaitu kurs sebesar. Menurut penulis, variabel-variabel tersebut secara jangka pendek tidak berdampak signifikan karena memang biasanya dalam jangka waktu yang pendek variabel yang paling mempengaruhi adalah dari dirinya sendiri.

Dalam jangka panjang, berdasarkan uji-t di atas semua variabel memiliki dampak yang signifikan yaitu variabel Kurs, Oil, BI rate, Gold, dan IHK. Hal ini terlihat karena semua variabel memiliki t-statistic yang lebih besar dari t-tabel sebesar 1.96, yaitu variabel kurs 6.20537, BI rate sebesar 6.25640, harga minyak dunia sebesar 4.82278, indeks harga konsumen sebesar -11.6578, dan harga emas dunia sebesar 7.35622 (semua t-stat dari variabel yang ada di jangka panjang di baca mutlak atau positif). Hal ini sekaligus menjadi bantahan dari hipotesis H0 dari penulis yang menduga bahwa variabel Kurs, Oil, BI rate, Gold, dan IHK tidak memiliki dampak apapun terhadap indeks JII. Begitu pula yang terjadi secara keseluruhan, uji-F menunjukkan bahwa variabel-variabel diatas berdampak signifikan terhadap JII. Hal ini bisa kita lihat pada lampiran bahwa F-Statistic untuk JII yaitu 5.3342 lebih besar dari F-Tabel sebesar 2.23.

Analisis Impulse Response Function (IRF)

Impulse Response Function digunakan untuk melihat respon saat ini atau masa depan setiap variabel akibat terjadinya perubahan atau *shock* dari variabel tertentu. Dengan kata lain, *Impulse Response Function* digunakan untuk mengetahui pengaruh kontemporer dari suatu variabel terhadap variabel yang lain. Dan yang juga penting dari analisis *Impulse Response Function* adalah untuk melihat seberapa lama guncangan dari satu variabel berpengaruh terhadap variabel lain. Adapun hasil dari analisis *Impulse Response Function* dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:



Gambar 2. Impulse Response Function Variabel Penelitian

Dari hasil IRF diatas, diketahui bahwa indeks JII memberikan respon yang paling lama terhadap variabel indeks harga konsumen dan harga minyak dunia, yaitu masing-masing direspon oleh indeks JII hingga menjadi stabil setelah 21 bulan, atau lebih lama dibandingkan variabel-variabel lainnya. Peneliti mengartikan bahwa meskipun variabel indeks harga konsumen dan harga minyak dunia direspon dengan nilai yang lebih kecil dibandingkan variabel lainnya, akan tetapi memberikan dampak yang cukup lama terhadap indeks JII hingga menjadi stabil kembali. Hal ini cukup bisa dipahami karena minyak adalah energi dari berjalannya operasional sebuah perusahaan dalam melakukan kegiatan produksinya dan memang pada tahun 2009 hingga 2011 harga minyak relatif terus meningkat, yang mana hal ini menjadi indikator dari terus berjalannya kegiatan produksi perusahaan.

Minyak bukanlah satu-satunya sumber energy bagi perusahaan dan tidak akan berpengaruh secara langsung bagi perusahaan yang dalam kegiatan produksinya menggunakan minyak sebagai bahan bakar utamanya. Sehingga setiap perubahan harganya meskipun memberikan dampak yang relatif kecil terhadap harga saham perusahaan akan tetapi dampaknya belum hilang dalam waktu yang cukup lama mengingat begitu besarnya kegunaan minyak sebagai bahan bakar baik secara langsung maupun tidak langsung di zaman modern ini. Begitupun yang terjadi ketika indeks JII merespon dampak dari variabel indeks

harga konsumen dengan memberikan dampak yang cukup lama hingga bisa stabil kembali. Hal ini bisa dipahami karena indeks harga konsumen sebagai gambaran dari perekonomian sebuah masyarakat, termasuk gambaran daya beli masyarakat untuk memenuhi kebutuhan konsumsinya yang akhirnya akan mempengaruhi masyarakat dalam mengambil keputusan menabung dan berinvestasi mereka. Melihat begitu vitalnya sebuah kegiatan konsumsi bagi kehidupan masyarakat, maka kita bisa memahami mengapa respon indeks JII terhadap dampak indeks harga konsumen berlangsung cukup lama hingga menjadi stabil lagi.

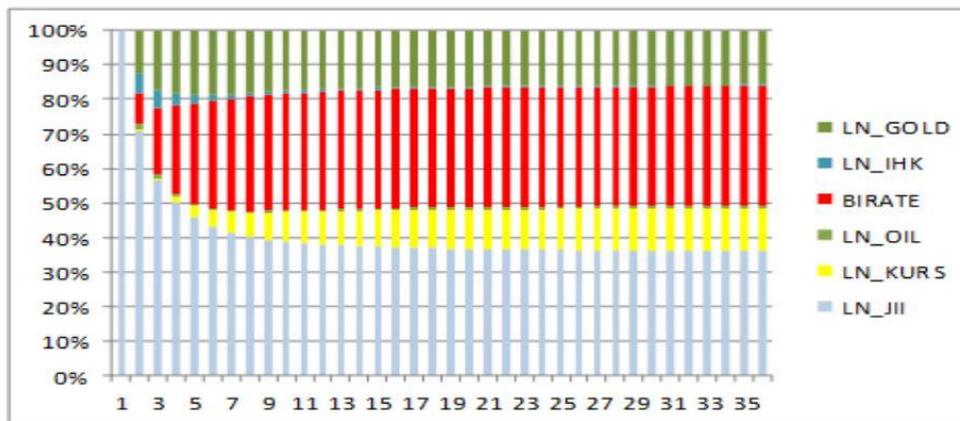
Dari hasil uji IRF diatas, ditemukan bahwa ternyata harga emas direspon dalam waktu yang cukup singkat dibandingkan dengan variabel lain meskipun memberikan respon dengan nilai yang cukup besar. Dari fenomena tersebut penulis mengartikan bahwa emas memang sebuah instrumen investasi tandingan yang diperhitungkan oleh para investor sehingga cukup bisa mempengaruhi keputusan berinvestasi mereka. Akan tetapi, tidak bisa dipungkiri bahwa saham adalah instrumen investasi yang lebih *liquid* atau mudah diperdagangkan dan lebih besar risiko juga keuntungannya dibandingkan emas. Akhirnya para investor akan beralih pada instrumen emas hanya sebagai pelarian atau dianggap sebagai substitusi dalam waktu yang singkat saja, akan tetapi sebagaimana yang terjadi pada tahun 2009-2011 yaitu harga emas yang relatif menurun dan memang masyarakat lebih banyak memanfaatkan emas sebagai perhiasan dibandingkan investasi, maka investor akan kembali berinvestasi ke dalam instrumen saham karena dianggap lebih menjanjikan dan memberikan keuntungan, yang pada akhirnya akan mengangkat indeks saham dan membuat dampak harga emas terhadap indeks JII terjadi dalam waktu yang cukup singkat.

Analisis Forecast Error Variance Decomposition

Setelah menganalisis perilaku dinamis melalui *impulse response*, selanjutnya akan dilihat karakteristik model melalui *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD). *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD) digunakan untuk memprediksi kontribusi persentase varians setiap variabel terhadap suatu perubahan variabel tertentu. Berikut akan disajikan hasil analisis *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD).

Pada Gambar 3 kita dapat melihat bahwa pergerakan JII dipengaruhi paling dominan oleh JII itu sendiri, kemudian BI Rate berada di urutan ke-dua, disusul Gold di urutan ke-tiga, Kurs di urutan ke-empat, Oil di urutan ke-lima, dan yang paling kecil IHK di urutan ke-enam. Pada periode pertama, pergerakan JII dipengaruhi oleh guncangan JII itu sendiri sebesar 100 persen. Pada periode-periode selanjutnya, pengaruh guncangan JII itu sendiri semakin menurun, tetapi masih tetap dominan. Kontribusi rata-rata JII dalam menjelaskan variabilitas JII sendiri dari mulai periode ke-18 hingga akhir periode adalah sebesar 36,95persen. Adapun BI Rate yang diurutan kedua. Pada periode ke-18 berkontribusi terhadap pergerakan JII sebesar 34,40 persen. Selanjutnya, pada

periode yang sama, kontribusi yang diberikan oleh variabel lainnya adalah : variabel Gold sebesar 16,47 persen, oleh variabel Kurs sebesar 10,95 persen, oleh variabel Oil sebesar 0,75 persen dan oleh I H K sebesar 0,45 persen.



Gambar 3. Forecast Variance Error Decomposition

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan mengenai analisis dampak variabel harga emas dunia, harga minyak dunia, kurs, indeks harga konsumen, dan BI rate terhadap pergerakan indeks JII, maka diperoleh beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Hasil analisis *impulse response function* (IRF) menunjukkan bahwa JII merespon positif terhadap guncangan yang terjadi pada variabel kurs sebesar 3,8 %, merespon positif terhadap guncangan variabel harga minyak dunia sebesar 1 %, merespon negatif terhadap variabel BI rate sebesar 6,2 %, merespon positif terhadap variabel IHK sebesar 0,5 %, dan merespon negatif terhadap variabel emas sebesar 4,1 %.
2. Hasil analisis IRF juga menunjukkan bahwa JII mulai stabil terhadap guncangan variabel-variabel lainnya yaitu kurs setelah 17 bulan, harga minyak dunia setelah 21 bulan, BI rate setelah 15 bulan, IHK setelah 21 bulan, dan harga emas dunia setelah 12 bulan. Yang artinya harga minyak dunia dan indeks harga konsumen sebagai variabel yang memberikan dampak yang paling lama dibandingkan variabel lainnya. Dan variabel yang memberikan dampak yang paling singkat terhadap indeks JII adalah harga emas dunia.
3. Hasil analisis *Variance Decompositions* menunjukkan bahwa variabel yang paling berpengaruh terhadap JII adalah JII sendiri sebesar 36,95%, disusul kemudian BI rate sebesar 34,4 %, Gold sebesar 16,47 %, Kurs sebesar 10,95 %, Oil sebesar 0,75 % dan IHK sebesar 0.45 %.
4. Dari penelitian ini, ditemukan bahwa BI rate atau suku bunga ternyata yang memiliki pengaruh terbesar terhadap indeks JII pada periode 2009 hingga

2011. Dari sini kita bisa memahami bahwa dalam jangka pendek, pasar modal syariah yang direpresentasikan oleh JII masih terkena imbas dari dampak suku bunga. Hasil ini juga sekaligus menjadi paradox dari konsep utama pasar modal syariah yaitu "*No Riba Oriented*".

5. Dalam penelitian ini juga ditemukan bahwa BI rate atau suku bunga dan emas memang benar-benar rival dari saham sebagai instrumen investasi dan saling mempengaruhi. Hal ini terlihat bahwa suku bunga dengan instrumen depositnya serta emas memberi kontribusi dampak terbesar terhadap indeks JII dan keduanya memiliki dampak yang negatif terhadap indeks JII, yang artinya ketika suku bunga atau harga emas naik, maka nilai saham pun akan menurun, begitu pula sebaliknya.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Qardhawi, Yusuf. 2007. *Fiqh Al-Zakah*. Beirut: Muassasah Al-Risalah
- Arifin, Johar, et al, 1999. *Kamus Istilah Pasar Modal. Akuntansi, Keuangan, dan Perbankan*. Jakarta : Gramedia.
- Arsana, I Gede Putra, 2004. *VAR (Vector Auto Regressive)*. Jakarta : Laboratorium Komputasi Ilmu Ekonomi FEUI.
- Ascarya, 2009. *Aplikasi Vector Autoregression dan Vector Error Correlation Model menggunakan EVIEWS 4.1*. Jakarta : Center of Education and Central Banking Studies, Bank Indonesia.
- Badr al-Mutawalli Abd al-Basith, *Al-Fatawa al-Syar'iyah fi al-Masail al-Iqtishadiyah*, jus I (Kuwait: Bait al-Tamwil, 1985), hlm. 56-57.
- Bishop, Matthew, 2010. *Economics (An A-Z Guide)*. London-New York : Bishop Profbook.
- Berk, Jonathan dan De Marzo, Peter, 2006. *Corporate Finance*. United Kingdom : Pearson.
- Geethan, et al, 2011, "The Relationship Between Inflation and Stock Market : Evidence from Malaysia, United States and China" . *International Journal of Economics and Management Sciences*, Vol.1, No.2, 2011.
- Gujarati, N. Damodar, 2003. *Basic Econometrics*. Edisi keempat. New York : Mc.Graw-Hill.
- G&C Merriam Co, 1981. *Webster's New Collegiate Dictionary*, Collegiate, United States of America.
- Halim, Abdul, 2003. *Analisis Investasi*. Jakarta : Salemba Empat. Hamka, Buya, 1982. *Tafsir Al-Azhar*. Jakarta : Pustaka Panjimas.
- Huda, Nurul dan Nasution, Mustafa Edwin, 2007. *Investasi pada Pasar Modal Indonesia*. Jakarta : Kencana.
- Husnan, Suad, 2001. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta : UPP AMP YKPN
- Indriayu, Mintasih, 2009. *Ekonomi*. Jakarta: Pusat Perbukuan Departemen Pendidikan Nasional.
- Iswandari, Anisa dan Malik, Nazarudin, 2008. "Pengaruh Harga Minyak Dunia dan Suku Bunga BI Terhadap Saham Pertambangan Januari Periode 2006 – Juli 2008". *Jurnal Ekonomi Pembangunan*, Vol.7, No.1, Juli 2009.
- Kadiman, Irawan, 2005. *Teori dan Indikator Pembangunan*, Jakarta : Lembaga Administrasi Negara Republik Indonesia.
- Karim, Adiwarmar, 2010. *Ekonomi Makro Islami*, Jakarta : PT.Raja Grafin Penerbit.

- Kewal, Suramaya Suci, 2012. "Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, Kurs, dan Pertumbuhan PDB Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan". *Jurnal Economia*, Vol.8, No.1, April 2012.
- Khalid A.R. Ahmad. *Al-Tafkir al-Iqtishadifi al-Islam* (Dokumen Perpustakaan Ma"had Ta"lim Al-Lughah al-„Arabiyah Mamlakah al-Saudiyah bi Indonesia), hlm. 132-134.
- Killian, Lutz dan Park, Cheolbeom, 2007. "The Impact of Oil Price Shocks on the U.S Stock Market". Paper from University of Michigan Department of Economics.
- Lenny, Bun dan Handoyo, Sarwo Edi, 2008. "Pengaruh Harga Minyak Dunia, Tingkat Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia Dan Kurs RP/USD Terhadap Indeks Harga Gabungan di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Ekonomi*, No.3, November 2008.
- Mahdi, Muhammad dan Kaluge, David, 2010. "Pengaruh Tingkat Suku Bunga dan Kurs Dolar AS Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan Dengan Menggunakan Metode Error Correction Model". *Jurnal Ekonomi Pembangunan*, Vol.8, No.2, Desember 2010.
- Metwally, M,M, 1993. *Aggregate Investment in an Islamic Economy*. Essays on Islamic Economy, Academic Publishers.
- Okky S, Dimas dan Setiawan, 2012. "Pemodelan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), Kurs dan Harga Minyak Dunia Dengan Pendekatan *Vector Autoregressive*". *Jurnal Sains dan Seni Institut Teknologi Surabaya*, Vol.1, No.1, September 2012.
- Prasetiono, Dwi Wahyu, 2010. "Analisis Pengaruh 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.
- Rivai, Veithzal, et al, 2007, *Bank and Financial Institution Management (Conventional and Sharia System)*. Jakarta : Raja Grafindo Persada.
- Sadorsky, Perry, 1999, "Oil Price Shocks and Stock Market Activity". *Energy Economics* 21, 1999.
- Salim dan Sutrisno, Budi, 2008. *Hukum Investasi di Indonesia*. Jakarta: Rajawali Press.
- Satrio, Saptono Budi, 2005. *Optimasi Portofolio Saham Syariah (Studi Kasus Bursa Efek Jakarta Tahu 2002-2004)*. Tesis Program Pascasarjana PSKTTI-UI, Jakarta.
- Sharpe William F, et al, 1995. *Investasi (Edisi Bahasa Indonesia) Vol.1*. Jakarta : Prenhallindo.
- Sidarta, Wahyu, 2010. *Dinamika IHSG dan Gejolak Harga Minyak Dunia*. Available: www.managementfile.com

- Smith, Graham, 2001. *The Price of Gold and Stock Price Indices For The United States*, Available : www.ideas.repec.org
- Tandelilin, Eduardus, 2001. *Analisis Investasi & Manajemen Portofolio*, Yogyakarta: BPFE.
- Wang, Mu-Lan dan Wang,Chin-Ping, 2010. "Relationship Among Oil Price, Gold Price, Exchange Rate and International Stock Markets". *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 47, 2010.
- Wangbangpo, Praphan dan Sharma, Subhash C, 2002. "Stock Market and Macroeconomic Fundamental Dynamic Interactions : ASEAN-5 Countries". *Journal of Asian Economics*, Issue 13, 2002.
- Weston, Fred J dan Brigham , F Eugene, 2001. *Manajemen Keuangan . Edisi Ketujuh, Jilid Dua* , Jakarta : Erlangga.
- Witjaksono, Ardian Wahyu, 2010. *Analisis pengaruh tingkat suku bunga, harga minyak dunia, harga emas dunia, kurs, indeks Nikkei225 dan indeks Dow Jones terhadap IHSG Periode 2000-2009*, Tesis Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
- Zuhayly, Wahbah. 2006. *Al-Fiqh Al-Islami Wa Adillatuh*. Damaskus: Darul Fikr.