

PENGARUH INDEKS REGIONAL TERHADAP JAKARTA ISLAMIC INDEX (JII)

Yoghi Citra Pratama

DPP Ikatan Ahli Ekonomi Islam Indonesia

Abstract. *The Influence of Regional Index to Jakarta Islamic Index (JII).* The objectives of this study are to analyze the influence of IHSG, Dowjones, and Nikkei to JII. The data used in this study are monthly time series data from January 2006 – May 2012. Those data are JII, IHSG, Dowjones Index and Nikkei Index. Research method used in this study is Vector Error Correction Model (VECM). The cointegration test indicates that among research variables there is long term equilibrium and simultaneous relationship. The Empirical result of Impulse Response Function shown that the effect of IHSG, DowJones and Nikkei to JII are negative. The result on variance decomposition test had shown that the most effect of JII shock is influenced by JII itself. It can be conclude that Islamic Capital Market is more stable from the external shock rather than the conventional one.

Keywords : JII, IHSG, Dow Jones, Nikkei, VECM

Abstrak. *Pengaruh Indeks Regional Terhadap Jakarta Islamic Index (JII).* Tujuan dari kajian ini ialah untuk menganalisis pengaruh IHSG, Dowjones, dan Nikkei terhadap JII. Data yang dipergunakan ialah data bulanan mulai bulan Januari 2006 sampai dengan Mei 2012. Data yang digunakan ialah JII, IHSG, Indeks Dowjones dan Indeks Nikkei. Metode yang digunakan ialah Vector Error Correction Model (VECM). Tes kointegrasi mengindikasikan bahwa diantara variabel penelitian yang ada terdapat keseimbangan jangka panjang dan hubungan yang simultan. Hasil empiris dari Impulse Response Function menunjukkan bahwa terdapat pengaruh IHSG, Dowjones, dan Nikkei terhadap JII adalah negative. Hasil dari uji dekomposisi varians menunjukkan bahwa pengaruh guncangan terbesar dari JII ialah JII itu sendiri. Oleh karenanya dapat disimpulkan bahwa pasar modal syariah lebih stabil dari goncangan eksternal dibandingkan dengan konvensional.

Kata Kunci: JII, IHSG, Dow Jones, Nikkei, VECM

PENDAHULUAN

Pasar modal (*capital market*) merupakan pasar bagi pihak yang surplus akan modal dan defisit modal untuk melakukan interaksi dengan berbagai instrument keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk uang maupun modal sendiri. Jika pasar modal merupakan pasar untuk surat berharga jangka panjang, maka pasar uang (*money market*) pada sisi yang lain merupakan pasar surat berharga jangka pendek. Sedangkan pasar modal dan pasar uang merupakan bagian dari pasar keuangan (*financial market*). Pasar uang dan pasar modal merupakan sarana bagi pihak yang kelebihan modal untuk melakukan investasi dengan imbal hasil pada tingkat tertentu dan merupakan media bagi para defisit modal untuk dapat memperoleh modal, yang digunakan dalam berinvestasi.

Perkembangan sektor keuangan di dunia yang semakin pesat dengan berbagai instrumen keuangannya menjadi salah satu pertanda bahwa semakin bertambah maju negara-negara di dunia. Dunia yang semakin modern telah membawa pasar modal dan pasar uang melebihi perkembangan disektor riil, hal ini yang mengakibatkan terjadinya *bubble economis*, dimana perkembangan sektor keuangan mencapai dua triliun dollar perhari, sedangkan perkembangan sektor riil hanya tujuh triliun dollar pertahun, sehingga pertumbuhan di sektor keuangan tidak lagi mepresentasikan sektor riil. Kasus seperti ini yang seringkali memicu krisis, dan seringkali krisis ekonomi dimulai dari sektor keuangan. Sektor keuangan konvensional dengan instrumen derivatif yang canggih dan berbasiskan riba telah mengakibatkan sektor keuangan tumbuh dengan pesat dan jauh meninggalkan sektor riil, sehingga antara sektor keuangan dan sektor riil tidak lagi memiliki keterkaitan secara langsung.

Pasar modal Indonesia melalui Bursa Efek Indonesia merupakan bagian dari bursa global. Keterkaitan pasar modal Indonesia dengan pasar modal luar negeri dimulai setelah diperbolehkannya para investor untuk ikut mengusai saham-saham yang tercatat di BEJ (Mansur, 2005). Dalam pasar global saat ini, seorang investor dapat berinvestasi dimanapun dia berada (*capital does not carry any flag*) (Iudovicious, 2006). Globalisasi saat ini telah memungkinkan investor dari negara lain (asing) untuk berinvestasi di Indonesia, khususnya

bursa-bursa yang di dalam kawasan regional. Oleh karena itu perubahan nilai disuatu bursa juga akan ditransmisikan ke bursa negara lain, dimana bursa yang lebih besar akan mempengaruhi bursa yang lebih kecil (Pasaribu, 2008).

Krisis *Subprime Mortgage* yang terjadi pada 2008 yang lalu mengakibatkan sejumlah variable makro dan indeks regional mengalami kontraksi yang sangat dalam, dan hal ini tidak hanya terjadi di Amerika Serikat sebagai negara yang menjadi pemicu krisis tersebut, tetapi juga terjadi di Indonesia dan negara-negara kawasan lainnya. Di Indonesia krisis tersebut tercermin dari terkoreksinya nilai tukar rupiah terhadap dollar yang mencapai titik terendahnya yaitu 12.006 rupiah pada November 2012, selain itu juga indeks harga saham gabungan dan Jakarta Islamic index juga mengalami koreksi yang cukup dalam, hal ini diduga dikarenakan dampak sistemik dari kejatuhan bursa global di kawasan seperti Dow Jones dan Nikkei, yang membentuk persepsi negatif investor mengenai sektor keuangan di dunia, persepsi inilah juga yang mengakibatkan turut jatuhnya nilai indeks nasional.

Islam diturunkan oleh Allah SWT dengan tujuan menjadi pegangan hidup, serta menjawab permasalahan yang ada untuk manusia. Manusia sebagai *khalifatullah fil ardh (God vicegerent on earth)* menggunakan ajaran agama tersebut sebagai manifestasi perwujudan kerajaan Allah di muka bumi, dan ajaran agama harus dilaksanakan dalam setiap aspek kehidupan. Dalam Islam dikenal *shariah*, sebagai *God's Law* atau *Islamic Laws*, yang mengatur persoalan *ibadah* dan *muamalah*. *Shariah* adalah seperangkat *do's and don'ts*, mengatur yang dibolehkan dan yang dilarang. Landasan syariah adalah kebijaksanaan dan kebahagiaan manusia di dunia dan di akhirat.

Kehidupan sosial ekonomi, termasuk sistem keuangan dan instrumentasinya, tidak pula luput dalam pengaturan tersebut, dan dalam hal ini jatuh ke dalam lingkup *shariah muamalah*. *Islamic Finance* adalah *shariah-based finance*, keuangan yang secara logis menggunakan prinsip, prosedur, asumsi, sekaligus instrumentasi dan aplikasi dari nilai epistemologi (sumber pengetahuan) Islam. Epistemologi Islam yang utama adalah Al-Qur'an dan Sunnah.

Dalam ekonomi Islam memberikan bunga dilarang dan ada partisipasi langsung dalam bisnis dengan risiko dan keuntungan yang dibagi, kehadiran pasar modal yang berfungsi dengan baik sangat penting, yaitu: *pertama*, memungkinkan pemilik investasi berpartisipasi secara penuh dalam perusahaan dengan sistem bagi hasil dan risiko. *Kedua*, memungkinkan pemegang saham memperoleh likuiditas dengan menjual saham yang mereka miliki sesuai dengan sistem di Bursa efek. *Ketiga*, memperbolehkan perusahaan untuk meningkatkan modal eksternal untuk membangun dan meningkatkan produksi mereka. *Keempat*, menghindarkan operasi bisnis perusahaan dari perubahan harga saham jangka pendek yang merupakan karakteristik utama dari bursa efek Non-Islam. *Kelima*, memungkinkan investasi dalam ekonomi menjadi cermin kinerja perusahaan dengan melihat harga saham perusahaan tersebut. (Rivai dan Firmansyah, 2010).

Dalam perspektif syariah, investasi merupakan salah satu ajaran dalam konsep Islam. Hal ini terdapat dalam Al-Qur'an surat al-Hasyr ayat 18, yang artinya "*Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan hendaklah setiap diri memperhatikan apa yang telah diperbuatnya untuk hari esok (akhirat); dan bertakwalah kepada Allah, Sesungguhnya Allah Maha mengetahui apa yang kamu kerjakan.*"

Lafal dari penggalan ayat diatas ditafsirkan dengan : "hitung dan introspeksilah diri kalian sebelum diintrospeksi, dan lihatlah apa yang telah kalian simpan (*invest*) untuk diri kalian dari amal saleh (*after here investment*) sebagai bekal kalian menuju hari perhitungan amal pada hari kiamat untuk keselamatan diri di depan Allah SWT." (Katsir, 2000 dalam Satrio, 2005). Sehingga terlihat jelas bahwa Allah memerintahkan hamba-Nya untuk berinvestasi akhirat dengan melakukan amal shaleh sejak dini sebagai bekal di hari perhitungan.

Dalam upaya mewujudkan terciptanya investasi berdasarkan syariah dan pengembangan pasar modal syariah, maka Bursa Efek Jakarta (BEJ) bersama dengan PT. Danareksa Investment Management (DIM) telah meluncurkan Indeks saham syariah atau yang kita kenal dengan Jakarta Islamic Index (JII) pada tahun 2000. Peluncuran JII dimaksudkan untuk digunakan sebagai tolak

ukur (*Benchmark*) untuk mengukur kinerja suatu investasi pada saham dengan basis syariah dan diperuntukkan kepada investor yang ingin menanamkan modal sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.

Indeks regional seperti Dow Jones, Nikkei, dan Hangseng memiliki kointegrasi dalam jangka pendek. Pada penelitian Manurung tersebut Indeks Dow Jones dan Hangseng signifikan menjeaskan variasi indeks BEJ, namun indeks Nikkei tidak signifikan menjelaskan variasi BEJ.

Penelitian kali ini untuk meneliti hubungan dan pengaruh dari indeks regional Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), indeks bursa regional yang telah maju, yaitu Dow Jones, dan Nikkei terhadap Jakarta Islamic Index (JII).

Pasar modal (*capital market*) merupakan pasar untuk berbagai instrument keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk uang maupun modal sendiri. Jika pasar modal merupakan pasar untuk surat berharga jangka panjang, maka pasar uang (*money market*) pada sisi yang lain merupakan pasar surat berharga jangka pendek. Baik pasar modal maupun pasar uang merupakan bagian dari pasar keuangan (*financial market*).

Undang-Undang Pasar Modal No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal mendefinisikan pasar modal sebagai “kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan Efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek.”

Pasar Modal memiliki peran penting bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi, yaitu pertama sebagai sarana bagi pendanaan usaha atau sebagai sarana bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari masyarakat pemodal (*investor*). Dana yang diperoleh dari pasar modal dapat digunakan untuk pengembangan usaha, ekspansi, penambahan modal kerja dan lain-lain, kedua pasar modal menjadi sarana bagi masyarakat untuk berinvestasi pada instrumen keuangan seperti saham, obligasi, reksadana, dan lain-lain. Dengan demikian, masyarakat dapat menempatkan dana yang dimilikinya sesuai dengan karakteristik keuntungan dan risiko masing-masing instrumen.

Pasar modal syariah adalah salah satu bagian dalam sistem ekonomi syariah. Diharapkan dengan hadirnya pasar modal syariah dapat memenuhi meningkatnya kebutuhan umat muslim akan produk syariah. Dengan adanya pasar modal syariah, memotivasi umat muslim untuk lebih proaktif terlibat dalam sektor ekonomi di era globalisasi ini.

Menurut Mannan (1993) ada empat perilaku yang bisa dibedakan dalam sebuah pasar modal konvensional; yaitu *investor*, *spekulator*, *hedger*, dan *arbitrager*. Perilaku seorang investor yang umumnya tertarik pada dividen dari saham dimana mereka berinvestasi diterima dalam syariah, hanya saja perilaku dari spekulator, hedger, dan arbitrager dipertanyakan.

Jika seorang investor memang secara murni menerima pendapatan mereka dari dividen dan bukan bunga yang ditentukan di awal, maka bentuk investasi ini diperbolehkan dalam Islam. Islam juga memperbolehkan adanya hukum mengenai perdagangan aset finansial baik di pasar primer maupun sekunder asalkan pendapatan yang diterima bukanlah hasil dari manipulasi secara artifisial atau aset finansial tidak diperdagangkan seperti judi yang melibatkan komoditi atau barang yang sebenarnya tidak ada (Merancia,2010).

Seorang *hedger* bisa dikatakan berbeda dengan spekulasi apabila ketika dia melakukan lindung nilai karena semata-mata ingin menghindari kerugian yang diakibatkan perubahan harga pada situasi yang tidak pasti. Sedangkan *arbitrager* sangat sulit dibedakan dari seorang spekulasi, karena *arbitrager* memegang komoditi yang spekulatif. Akan tetapi aktivitas *arbitrage* bisa dikatakan sama dengan aktivitas perdagangan, apabila yang dilakukan adalah membeli di sebuah pasar dan kemudian menjualnya kembali di pasar yang lain dengan harga yang ditentukan oleh elastisitas permintaan.

Spekulasi yang tidak dapat dikendalikan, mengakibatkan perkembangan modal suatu negara dan pertumbuhan pendapatan nasional menjadi produk sampingan dari kegiatan pasar modal, dimana pasar modal telah berubah fungsi menjadi kasino atau semacam sarang perjudian. Hal yang melarang aktivitas spekulasi adalah karena aktivitas tersebut identik dengan riba dan *gharar*, yang menjadikan transaksi tidak Islami.

Kondisi pasar modal yang tidak efisien sering disalahkan karena memicu berkembangnya aktivitas spekulasi. Pasar yang efisien sendiri adalah pasar yang stabil, jauh dari aktivitas dan tindakan yang tidak rasional yang dapat menyebabkan fluktuasi harga. Pasar modal syariah muncul untuk mencari jalan keluar dari masalah ini dengan menciptakan pasar modal yang efisien dan bebas dari spekulasi tanpa mengabaikan dimensi likuiditas yang merupakan prasyarat utamanya. Dalam hal ini timbul kekhawatiran jika prinsip-prinsip Islam dalam pasar modal diterapkan, akan menyebabkan terjadinya pasar yang tidak likuid, sehingga pembelaan diberikan pada aktivitas spekulasi.

Marshal (1994) mengatakan spekulasi memiliki peran penting dalam pasar modal, karena membuat pasar modal menjadi likuid. Pasar yang likuid dimungkinkan oleh transaksi yang tinggi, dan ini ditunjang oleh kehadiran para spekulasi, karena jika yang hadir hanyalah pelaku dengan horizon investasi jangka panjang, hanya akan membuat volume transaksi menjadi rendah. Akibatnya menguapnya likuiditas dan tingginya biaya transaksi.

Namun hal ini dibantah oleh Obaidullah (1997) yang menyatakan bahwa pasar modal Islami tidak mengabaikan likuiditas. Pasar modal Islami ingin mencapai likuiditas tanpa harus menggunakan metode yang mengorbankan prinsip dan norma Islam. Volume perdagangan tetap dapat dibuat tinggi dengan memperluas komunitas investor yang memiliki informasi, yang disertai dengan kemauan dan kemampuan untuk memproses informasi berharga dan relevan. Dalam jangka panjang, hal ini akan mengakibatkan likuiditas yang stabil. Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam mengembangkan penerapan prinsip-prinsip syariah Islam sebagai alternatif instrumen investasi di Indonesia mengeluarkan Jakarta Islamic Index (JII). Pada tanggal 3 Juli 2000 berdirilah Jakarta Islamic Index (JII) dan menjadi acuan bagi saham-saham yang berisikan saham-saham yang likuid dan memenuhi prinsip syariah Islam. Dengan lahirnya Jakarta Islamic Index diharapkan dapat mendukung proses transparansi dan akuntabilitas saham berbasis syariah di Indonesia.

Perbedaan umum antara pasar modal konvensional dan pasar modal syariah terlihat pada instrumen dan mekanisme transaksinya, sedangkan perbedaan nilai indeks konvensional dan indeks syariah terletak pada kriteria

saham emiten yang harus memenuhi prinsip-prinsip syariah. Ketentuan yang termaktub mengandung unsur pembagian hasil berdasarkan nisbah ekuivalen, atau yang dikenal dengan istilah *mudharabah*. Pengelolaan ini berdasarkan pada sifat jujur, amanah, dan dapat dipercaya, sehingga dapat memberikan manfaat baik secara ekonomi duniawi berupa tingkat pengembalian investasi, maupun secara *ukhrawi* atau amal ibadah.

Indeks Harga Saham Gabungan atau IHSG merupakan salah satu indeks pasar saham yang digunakan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI; dahulu Bursa Efek Jakarta (BEJ)). Diperkenalkan pertama kali pada tanggal 1 April 1983. IHSG mencerminkan pergerakan harga saham pada Bursa Efek Indonesia. Hal ini disebabkan karena kondisi IHSG adalah kondisi *agregat* dari keseluruhan indeks yang ada pada bursa.

Sedangkan Nikkei 225 adalah sebuah indeks pasar saham untuk Bursa Saham Tokyo (Tokyo Stock Exchange - TSE). Indeks ini dihitung setiap hari oleh surat kabar *Nihon Keizai Shimbun (Nikkei)* sejak tahun 1950. Indeks ini adalah harga rata-rata tertimbang (dalam satuan yen), dan komponennya ditinjau ulang setahun sekali. Saat ini Nikkei adalah indeks rata-rata ekuitas Jepang yang paling banyak dikutip, serupa dengan *Dow Jones Industrial Average* di Amerika Serikat, oleh karenanya bahkan dulu antara 1975-1985, *Nikkei 225* pernah dikenal dengan sebutan "*Dow Jones Nikkei Stock Average*".

Pasar modal merupakan salah satu cermin kondisi perekonomian suatu negara. Akibat globalisasi maka perekonomian suatu negara akan dipengaruhi oleh kondisi perekonomian dunia, sehubungan dengan pasar modal, maka diduga bergairah atau lesunya pasar modal dinegara kuat akan mempengaruhi kondisi pasar modal dinegara lain, terutama negara-negara dunia ketiga, termasuk Indonesia. Hal ini sesuai juga dengan teori *contagion effect* yaitu teori yang menyatakan bahwa pasar modal yang lebih besar akan mempengaruhi pasar modal yang lebih kecil.

METODE

Penelitian ini merupakan jenis penelitian deskriptif- korelasional (kausal) yang akan menjelaskan adakah hubungan dan seberapa besar pengaruh tiap-tiap variabel bebas yaitu variabel IHSG dan Indeks Regional

(Indeks Dow Jones dan Nikkei) terhadap variabel terikatnya yaitu Jakarta Islamic Index (JII). Apakah pengaruhnya positif atau negatif. Penelitian deskriptif merupakan penjelasan karakteristik, mengetahui profil, dan menjelaskan aspek yang relevan dari fenomena terhadap objek penelitian (Nasution dan Usman, 2007).

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Multiple Regression (MR)* dengan pendekatan *Vector Error Correction Model (VECM)*, yang bertujuan untuk melihat hubungan jangka pendek dan menggunakan uji Kointegrasi untuk melihat indikasi adanya hubungan jangka panjang. Analisis data akan dilakukan dengan bantuan aplikasi computer berupa program *E-views 6*.

Pengujian VECM baru dapat dilakukan bila terdapat indikasi adanya hubungan jangka panjang dengan menggunakan uji kointegrasi. Variabel-variabel dikatakan terkointegrasi bila stasioner pada ordo yang sama. Untuk menguji kestasioneran data, maka pada penelitian ini digunakan Augmented Dickey Fuller (ADF) Test. Dalam ADF test dilakukan dengan menambah (augmenting) nilai lag pada variable dependen. Secara spesifik, tes ADF mengikuti persamaan di bawah ini:

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + \sum \alpha \Delta Y_{t-1} + \epsilon_t$$

Dalam penelitian ini data yang digunakan adalah data natural log (ln) dari variabel-variabel tersebut kecuali variable yang sudah dalam satuan presentase, yang berguna untuk memecahkan persamaan yang tidak diketahuinya merupakan pangkat dari variabel lain. Model log-log yaitu model yang menyatakan ukuran elastisitas Y terhadap X, yaitu ukuran persentasi perubahan dalam Y bila diketahui perubahan persentasi X. dengan model $\ln_Y = \alpha + \beta_1 \ln_X + \epsilon$

Model logaritma merupakan suatu ukuran pertumbuhan (growth rate) bila $\beta > 0$ atau merupakan suatu ukuran penyusutan (decay) bila $\beta < 0$. Oleh karena itu model ini juga disebut dengan model pertumbuhan (Nachrowi dan Usman, 2008).

Model yang di gunakan adalah:

$$\text{Model } \ln_JII = \alpha + \ln_IHSG + \ln_DJIE + \ln_Nikkei + \epsilon$$

Keterangan:

Ln_IHSG = pertumbuhan Indeks harga Saham Gabungan

Ln_JII = pertumbuhan Jakarta Islamic Indeks

Ln_Nikkei = pertumbuhan Indeks Nikkei

Ln_DJIA= pertumbuhan indeks dow jones

α = *intercept* atau konstanta

β = koefisien regresi 1...4

ε = *standard error*

PEMBAHASAN

Pada tahap pertama karakteristik data diuji dengan menggunakan uji akar unit. Uji akar unit diperlukan untuk mengetahui kestasioneran data menurut Gujarati kestasioneran data terpenuhi apabila satu rangkaian data runtut waktu (time series data) memiliki rata-rata (*mean*) dan varian (*variance*) yang konstan sepanjang waktu, selain itu nilai kovarian (*covariance*) antar dua periode waktu hanya tergantung pada jarak atau lag dua periode waktu tersebut dan tidak tergantung pada waktu. Semua data yang digunakan dipilih dalam bentuk logaritma natural (ln) kecuali data yang berbentuk persen, salah satu alasannya adalah untuk menyederhanakan analisis.

Pengujian kestasioneran data time series merupakan syarat utama dalam melakukan uji kointegrasi, bila satu data time series tidak stasioner maka model tersebut akan mengalami masalah unit root, sehingga dalam mengatasinya dilakukan uji unit root (unit root test). Dalam penelitian ini uji akar unit dilakukan dengan menggunakan metode *Augmented Dickey Fuller Test* (ADF test). Variabel yang memiliki nilai lebih kecil dibandingkan dengan *Mc Kinnon*-nya maka variable tersebut telah stasioner. Pengujian akar unit juga dapat ditentukan oleh nilai critical value nya, apabila nilai ADF nya lebih besar dari nilai critical valuenya maka variable tersebut Stasioner, sebaliknya apabila jika nila ADF nya lebih kecil dari nilai Critical value (CV) 5% maka data tersebut tidak stasioner

Hasil dari pengujian akar unit dapat dilihat dari tabel berikut

Tabel 1. Uji Augmented Dickey Fuller

No	Variabel	Level		Ho = Tidak stasioner
		ADF test	CV 5%	Ha = Stasioner
1	LNJII	-1.953144	-2.900670	Tidak stasioner
2	LNIHSG	-1.612115	-2.900670	Tidak stasioner
3	LNDOWJONES	-2.524798	-2.902358	Tidak Stasioner
4	LNNIKKEI	-1.111688	-2.900137	Tidak Stasioner

Tabel diatas menunjukkan hasil uji akar unit dengan menggunakan ADF Test. Data table diatas diketahui empat variable tidak stasioner pada tingkat level, hanya, hal tersebut ditunjukkan oleh nilai $ADF > CV 5\%$. Dengan kata lain empat variable mengalami masalah akar unit, oleh karena itu perlu dilanjutkan dengan uji derajat integrasi pertama. Selanjutnya hasil uji akar unit pada derajat pertama. Dari tabel 2 dapat diketahui bahwa nilai ADF lebih besar dari nilai Critical value, maka data dari variable diatas dapat disimpulkan sudah stasioner secara keseluruhan.

Tabel 2. Uji Aumented Dickey Fuller (First Diffrencing)

No	Variabel	Level		Ho = Tidak stasioner
		ADF test	CV 5%	Ha = Stasioner
1	LNJII	-6.299539	-3.470851	Stasioner
2	LNIHSG	-6.329356	-3.470851	Stasioner
3	LNDOWJONES	-6.611378	-3.470851	Stasioner
4	LNNIKKEI	-7.101817	-3.470851	Stasioner

Tahap berikutnya adalah penetapan lag optimal. Penetapan lag optimal sangat penting karena variable independent yang digunakan tidak lain adalah lag dari variable endogennya. Penetapan lag optimal dilakukan dengan berdasarkan pada nilai schwartz information criterion (AIC). Pemilihan lag optimal dilakukan sebelum uji kointegrasi, hal ini penting dilakukan sebelum mengestimasi model *Vector Autoregressive* (VAR) (Gujarati, 2007). Pemilihan panjang lag optimal dalam model VAR terutama untuk menghindari adanya serial korelasi antara error term dengan variable endogen dalam model yang dapat mengakibatkan estimator menjadi tidak konsisten. Untuk menetapkan lag optimal biasanya digunakan nilai *Akaike information criteria (AIC)*, *Final Prediction Error (FPE)*, *Hannan-Quinn Information Criterion (HQ)*, dan *Schwarz Information Criteria (SC)* yang terkecil.

Dalam penelitian ini besarnya lag yang dipilih adalah berdasarkan nilai SC terkecil. Perhitungan SC disetiap lag, dari perhitungan yang dilakukan dapat diketahui bahwa lag terbaik adalah lag 3. Uji Kausalitas Granger dilakukan untuk mengetahui ada tidaknya hubungan dua arah antar variabel. Berdasarkan uji kausalitas Granger diatas dapat disimpulkan bahwa tidak ada hubungan dua arah (saling mempengaruhi) diantara variable yang diajukan dalam model VECM.

Salah satu pendekatan yang dapat digunakan dalam uji kointegrasi adalah dengan metode Johansen. Uji kointegrasi metode Johansen digunakan dalam uji konitegrasi dengan model Multivariat. Uji ini dapat dianalisis melalui model VAR dengan ordo P yang diujikan dengan persamaan

$$Y_t = A_1 y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + B \pi_t + \epsilon_t$$

Dimana

Y_t : vector-k pada variable-variabel yang tidak stasioner;

π_t : vector-d pada variable deterministik

ϵ_t : vector inovasi

Berdasarkan uji kointegrasi yang telah dilakukan, data variable pada model 1 yang ditunjukkan dimana terdapat satu persamaan kointegrasi pada taraf signifikan 5%. Hal ini ditunjukkan dari nilai Trace dan Max Eigen yang lebih besar dari nilai critical valuenya Maka antar variable IHSG dengan Dowjones, Nikkei, memiliki sifat *linear combination* yang bersifat stasioner (kointegrasi). Adanya kointegrasi menunjukkan terdapat hubungan jangka panjang antar Variable tersebut. Perilaku dinamis dari model VECM dapat dilihat melalui respons dari setiap variable endogen terhadap kejutan pada variable tersebut maupun terhadap variable endogen lainnya. Ada dua cara untuk dapat melihat karakteristik dinamis model VECM, yaitu melalui IRF function dan Variance Decomposition. Sebelum mengaplikasikan dan menganalisis model VECM, maka perlu ditentukan panjang lag. Lag optimal jika model memiliki akaike AIC dan Schwartz SC yang terkecil, tetapi metode ini memiliki kelemahan yaitu seringkali terjadi setiap pengurangan lag akan menghasilkan nilai akaike AIC dan Schwartz SC yang lebih kecil. Adanya

kelemahan ini didasarkan pada pendekatan stok yaitu $k = N1/3$, maka lag yang digunakan adalah lag 3.

Hasil pengolahan *impuls response* menunjukkan secara umum tersebut menunjukkan bahwa pengaruh IHSG dowjones dan Nikkei tidaklah besar. Pada umumnya variabel diatas memberikan respon negatif terhadap JII dan memiliki kecenderungan membawa JII pada titik keseimbangan baru

Analisis dekomposisi varian berfungsi untuk mengetahui setiap besarnya peran guncangan dalam menjelaskan variabilitas atau dinamika suatu variable. Dinamika suatu variable dapat dianalisis dengan menggunakan dekomposisi ragam kesalahan peramalan yang di orthogonalisasi (*Orthogonalized forecast error variance decomposition/FEVD*) . Dekomposisi varian merupakan metode lain dari sistem dinamik dengan menggunakan analisis VAR/VECM. Jika respon terhadap guncangan menunjukkan efek dari sebuah kebijakan (*Shock*) variable endogen terhadap variable lain maka dekomposisi varian (ragam peramalan), akan menguraikan inovasi pada sebuah variable endogen terhadap guncangan variable lain didalam VAR.

Kegunaan perhitungan atas variance decomposition dari variable DJII, yaitu variabel apa saja dan seberapa besar variabel tersebut mempengaruhi variabel DJII. Pada periode pertama variabel DJII dipengaruhi oleh variabel itu sendiri (100%). Namun pada periode selanjutnya pengaruh DJII terhadap DJII itu sendiri berkurang. Pada periode kedua variabel yang terbesar mempengaruhi variabel DJII selain variabel DJII itu sendiri adalah DNikkei yang memberikan pengaruh sebesar 0,95% periode selanjutnya pengaruh DJII berkurang secara bertahap terhadap variabel itu sendiri, hingga pada periode ke-10 pengaruh DJII terhadap dirinya sendiri menjadi 83,47 % . Variabel yang mempengaruhi DJII terbesar kedua pada periode ke-10 adalah variabel DIHSG yang memiliki pengaruh sebesar 11,35 % dan yang memberikan pengaruh terkecil pada DJII adalah DNikkei yang memberikan pengaruh sebesar 0,30%.

Apabila membandingkan dengan hasil penelitian lain, salah satunya Handayani (2005) dalam penelitiannya bertujuan mencari korelasi antara risiko dan imbal hasil Jakarta Islamic Index (JII) terhadap IHSG, LQ45, dan SBI, sedangkan penelitian sekarang turut mencari besaran pengaruhnya. Penelitian

Handayani menggunakan metode *Vector Error Correction Model* dengan periode penelitian Januari 2001 – Desember 2004, dan waktu penelitian Januari 2006 – May 2012. Hasil penelitian diketahui dalam jangka panjang JII, IHSG, LQ45, dan SBI tidak memiliki hubungan kointegrasi. SBI signifikan mempengaruhi JII, dan IHSG dipengaruhi JII. Dow Jones Industrial Average (DJIA) adalah salah satu indeks pasar saham yang didirikan berdasarkan nama pendirinya, yaitu oleh editor *The Wall Street Journal* dan pendiri Dow Jones & Company Charles Dow. Dow membuat indeks ini sebagai suatu cara untuk mengukur performa komponen industri di pasar saham Amerika. Saat ini DJIA merupakan indeks pasar AS tertua yang masih berjalan. Sekarang, bursa saham ini terdiri dari 30 perusahaan terbesar di Amerika Serikat yang sudah secara luas *go public*. Untuk mengkompensasi efek pemecahan saham dan penyesuaian lainnya, sekarang ini menggunakan *weighted average*, bukan rata-rata aktual dari harga saham komponennya.

SIMPULAN

Hasil pengolahan *impuls respon function* pada hasil diatas menunjukkan secara umum tersebut menunjukkan bahwa pengaruh IHSG, indeks dowjones dan indeks Nikkei tidaklah besar. Pada umumnya variabel diatas memberikan respon negatif terhadap JII dan memiliki kecenderungan membawa JII pada titik keseimbangan baru.

Berdasarkan *variance decomposition* diatas dapat disimpulkan bahwa variable JII dipengaruhi oleh variabel itu sendiri dari periode pertama sampai periode ke-10. Pengaruh variable lain seperti IHSG, DowJones dan Nikkei tidak memberikan pengaruh yang signifikan sampai periode kedua karena nilainya dibawah 1%. Pada period ke 10 hanya IHSG yang memberikan pengaruh diatas 10%. Fenomena ini menunjukkan bahwa pasar modal syariah yang diproxikan oleh JII lebih stabil oleh pengaruh guncangan eksternal, ini dapat menjadi catatan bagi stakeholder pasar modal syariah untuk lebih memperhatikan lagi dan memperkuat eksistensi dan peran JII dalam pasar modal nasional.

PUSTAKA ACUAN

- Achsein, I.H. 2000. *Investasi Syariah di Pasar Modal: Menggagas Konsep dan Praktek Manajemen Portfolio Syariah*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Gunarto, E. 2000. *Pengaruh Suku Bunga dan Inflasi Pada Indeks Harga*. (Tesis Tidak Dipublikasikan). Jakarta: Magister Akuntansi Universitas Indonesia.
- Handayani, M. 2005. *Analisis Perbandingan Risiko dan Imbal Hasil Jakarta Islamic Index (JII) Terhadap IHSG, LQ45, dan SBI Periode 2001-2004*. (Tesis Tidak Dipublikasikan). Jakarta: Magister Akuntansi Universitas Indonesia.
- Huda, N & Nasution, M.E. 2008. *Investasi Pada Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Kencana Prenada Media Group.
- Johannes, R. 2000. *Pengaruh Krisis Moneter di Indonesia terhadap Kinerja Bisnis Properti dan Harga Perdagangan 20 Sampel Saham Properti Pada Bursa Efek Jakarta*. (Tesis Tidak Dipublikasikan). Jakarta: Magister Manajemen Universitas Indonesia.
- Juanda, B & Junaidi. 2012. *Ekonometrika Deret Waktu Teori dan Aplikasi*. Bogor IPB Press
- Karim, A.A. 2007. *Ekonomi Makro Islami*. Jakarta : Rajawali Pers.
- Komariyah, O. 2005. *Analisis Pengukuran Risiko Harga Saham Syariah Dengan Pendekatan Model Variance Covariance dan Historical Simulation*. (Tesis Tidak Dipublikasikan). Jakarta: Tesis Program Pascasarjana PSKTTI-UI.
- Mannan, M A. 1993. *Understanding Islamic Finance: A Study of the Security Market in an Islamic Framework*. Research Paper. Jeddah: Islamic Research and Training Institute of IDB.
- Manurung, A.H. 1996. *Pengaruh Variabel Makro, Investor Asing, Bursa yang Telah Maju Terhadap Indeks BEJ*. (Tesis Tidak Dipublikasikan). Jakarta: Program Pascasarjana Ilmu Ekonomi Universitas Indonesia.
- Merancia, A. 2010. *Pengaruh Variabel Makro Ekonomi Dan Indeks Regional Terhadap Risiko Jakarta Islamic Index (Jii) Dan Indeks Harga Saham*

Gabungan(IHSG). (Tesis Tidak Dipublikasikan). Jakarta: Program Pascasarjana Ilmu Ekonomi Universitas Indonesia

Nachrowi, N.D & Usman, H. 2006. *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Prakoso, B. 2007. *Korelasi Antara Variabel Ekonomi Makro dengan Jakarta Islamic Index dan Indeks Harga Saham Gabungan di Bursa Efek Jakarta (Periode 2001-2005)*. (Tesis Tidak Dipublikasikan). Jakarta: Program Magister Manajemen Universitas Indonesia.