

## Indikator Makroekonomi dan Pengaruhnya Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia

Heri Sudarsono

Universitas Islam Indonesia

heri.sudarsono@uii.ac.id

### Abstract

*This study aimed to analyze the influence of variables of money supply (M2), consumer price index (CPI), exchange rate (ER), BI Rate (BIRATE), Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) with Shari'ah Indonesia Stock Index (ISSI). To see that effect will be made by the tests in stages Vector Autoregression. The data used in this research is secondary data during the period January 2012 until December 2016. The finding in long run shows that ISSI is positively significantly affected by CPI and it is negatively significantly affected by M2, ER and BIRATE. Granger-Causality test result shows that there are causality between CPI with BIRATE and CPI with SBIS, but there are three unidirectional relationship which includes ISSI to ER, M2 to BIRATE and SBIS to BIRATE.*

**Keywords:** money supply, consumption price index, exchange rate, BI rate

### Abstrak

*Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh variabel penawaran uang (M2), indeks harga konsumen (CPI), nilai tukar (ER), BI rate (BIRATE), sertifikat Bank Indonesia syariah (SBIS) terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Untuk melihat pengaruh diantara variabel tersebut digunakan vector autoregression. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dari Januari 2012 sampai Desember 2016. Dari hasil regresi jangka panjang ditemukan bahwa CPI berpengaruh positif terhadap ISSI dan M2, ER dan BIRATE berpengaruh negatif terhadap ISSI. Hasil uji Granger Causality menunjukkan bahwa ada pengaruh kausalitas BIRATE dan CPI, serta CPI dan SBIS, tetapi terdapat hubungan satu arah diantaranya adalah ISSI terhadap ER, M2 terhadap BIRATE, dan SBIS dengan BIRATE.*

**Kata kunci:** penawaran uang, indeks harga konsumsi, nilai tukar, BI rate

### Cara Mengutip:

Sudarsono, H. (2018). Indikator Makroekonomi dan Pengaruhnya Terhadap Indeks Saham Syariah di Indonesia. *Esensi: Jurnal Bisnis dan Manajemen*. Vol. 8 (2): 115 – 132. doi: 10.15408/ess.v8i2.7219.

## PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan lembaga keuangan yang memiliki peran penting dalam mengelola investasi negara dan masyarakat. Besarnya kontribusi investor dalam suatu negara ditandai tingkat mobilitas dana di dalam pasar modal. Pergerakan mobilitas dana menunjukkan tinggi intensitas perusahaan yang memanfaatkan pasar modal sebagai sumber untuk mendapatkan dana. Perusahaan yang mendapatkan suntikan dana melalui penjualan saham, obligasi dan bentuk surat berharga lain akan mendapatkan dana segar untuk memenuhi input produksi

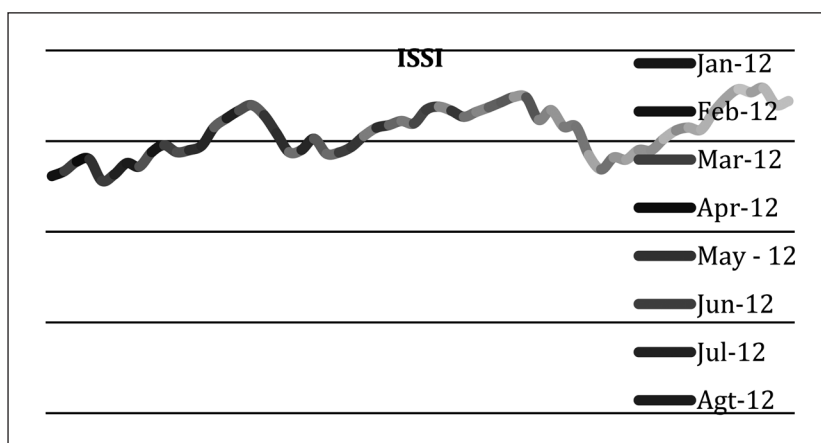
Terpenuhinya input produksi akan meningkatkan target produksi di pasar sehingga perusahaan mampu mengoptimalkan keuntungan dari output produksi. Apabila pendapatan perusahaan naik akan mendorong peningkatan pendapatan masyarakat. Peningkatan pendapatan masyarakat akan meningkatkan konsumsi terhadap barang dan jasa. Pada akhirnya, secara agregat ekonomi peningkatan mobilitas modal di pasar modal akan meningkatkan kesejahteraan masyarakat.

Perkembangan mobilitas dana di pasar modal dapat dilihat dari kinerja Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), LQ45, Jakarta Islamic Index (JII), dan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) yang menunjukkan perkembangan pasar modal di Indonesia. ISSI merupakan indeks saham emiten yang memenuhi ketentuan syariah yang ditetapkan oleh pasar modal. Gambar 1 menunjukkan perkembangan ISSI cenderung mengalami peningkatan dari periode ke periode walaupun terjadi penurunan pada bulan Juni dan Oktober 2013. Sementara itu, pada September 2015 mengalami penurunan yang cukup tajam namun kemudian bisa meningkat lagi sampai 2016.

Perkembangan ISSI selama periode penelitian dipengaruhi oleh sejumlah variabel makro seperti jumlah uang beredar (M2), inflasi (CPI), nilai tukar (ER), BI rate (BIRATE) dan Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS). Kenaikan jumlah uang beredar mempengaruhi tingkat inflasi, tingkat inflasi akan mendorong peningkatan tingkat suku bunga melalui kebijakan peningkatan tingkat bunga diskonto BI atau BI rate. Kenaikan BI rate akan mendorong direspon dengan kenaikan tingkat suku bunga. Tingkat suku bunga akan meningkatkan harapan investor untuk memperoleh pendapatan melalui deposito. Di lain pihak, kenaikan tingkat suku bunga mengurangi harapan investor untuk memperoleh pendapatan di pasar modal sehingga mengurangi mobilitas dana di pasar modal.

Dalam penelitian Menike (2006), Majid dan Yusof (2009), Hosseini dkk. (2011), menemukan hubungan negatif antara jumlah uang beredar dengan indeks harga saham. Penelitian ini menunjukkan bahwa tingkat bunga kurang merespon kenaikan jumlah uang beredar. Kenaikan uang beredar pada umumnya akan meningkatkan tingkat bunga untuk mengantisipasi kenaikan inflasi yang berlebihan. Ketika tingkat bunga relatif rendah terhadap jumlah uang beredar maka investor akan lebih tertarik menginvestasikan dananya di pasar modal. Peningkatan investasi yang terjadi di pasar modal akan meningkatkan permintaan saham. Namun, pada penelitian Asmy dkk (2010), Hussin dkk (2012), Bekhet dan Mugableh (2012) dan Pasaribu dan Firdaus (2013) menemukan hubungan positif antara jumlah uang beredar dengan harga saham di pasar modal.

Gambar 1. Perkembangan ISSI pada periode 2012-2016



Kenaikan Indeks Harga Konsumen atau Consumer Price Index (CPI) menunjukkan kenaikan harga barang secara umum. Kenaikan CPI dikarenakan pendapatan masyarakat naik sehingga menyebabkan kenaikan permintaan barang. Di lain pihak, kenaikan CPI dikarenakan adanya kenaikan biaya produksi sehingga mempengaruhi harga barang. Kedua hal tersebut mempengaruhi kenaikan CPI yang menimbulkan dampak terhadap turunnya kemampuan masyarakat untuk melakukan investasi. Akibatnya, permintaan saham di pasar modal turun dan berdampak pada turunnya harga saham. Hubungan negatif antara CPI dan harga saham dibuktikan dalam penelitian Bekhet dan Mugableh (2012), Beik dan Fatmawati (2014), dan Pasaribu dan Firdaus (2013). Di lain pihak, dalam penelitian Asmy dkk (2010), Kuwomu dan Victor (2011), Hosseini dkk (2011), Hussin dkk (2012) menemukan adanya berhubungan positif antara CPI dengan harga saham.

Dalam penelitian Majid dan Yusof (2009), Kuwomu dan Victor (2011), Hussin dkk (2012), Bekhet dan Mugableh (2012), Hussin dkk (2012), Pasaribu dan Firdaus (2013), dan Rahmawati dan Laila (2015) menemukan hubungan negatif antara nilai tukar dengan harga saham. Keadaan ini menunjukkan bahwa apabila nilai rupiah terhadap dolar menurun maka investor akan cenderung mengalihkan investasinya dalam bentuk dolar daripada dalam bentuk rupiah. Dalam penelitian lain, Asmy dkk (2010) menemukan hubungan positif antara nilai tukar dengan harga saham.

Menike (2006), Kuwomu dan Victor (2011), Hussin dkk. (2012), Damayanti (2014), Nasir dkk (2016) menemukan bahwa suku bunga berpengaruh negatif terhadap harga saham. Meningkatnya suku bunga akan membuat masyarakat cenderung menyimpan dana dalam bentuk deposito. Bila deposito mampu memberikan keuntungan yang diharapkan maka masyarakat kurang tertarik untuk menyimpan dalam bentuk investasi di pasar modal. Keadaan ini yang menjadikan permintaan investasi di pasar modal cenderung turun sehingga menyebabkan harga saham menurun. Namun Pasaribu dan Firdaus (2013) menemukan adanya hubungan positif antara suku bunga dengan indeks harga saham.

Dalam penelitian Beik dan Fatmawati (2014) menemukan bahwa SBIS mempunyai hubungan negatif dengan harga saham. Semakin tinggi tingkat SBIS akan mempengaruhi tingkat bagi hasil dan pembiayaan bank. Namun, SBIS tidak menjadi bagian yang cukup

diperhitungkan dalam menentukan tingkat bagi hasil bank syariah. Keadaan ini yang menjadikan kenaikan SBIS bukan pertimbangan utama bagi investor untuk menaikkan investasi di pasar modal. Sementara itu Ardana (2016) menunjukkan bahwa SBIS dengan ISSI berhubungan positif.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh indikator makroekonomi terhadap indeks saham syariah baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Penelitian ini akan memberikan kontribusi terhadap pengembangan pasar modal syariah di Indonesia.

## METODE

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang berupa data runtut waktu (*time series*) yang diperoleh dari laporan statistik Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Observasi penelitian ini dimulai pada Januari 2012 sampai Desember 2016 dengan alasan bahwa metode perhitungan variabel indek saham syariah Indonesia (ISSI) baru diluncurkan pada 12 Mei 2011 dengan memperhitungkan kelengkapan data maka observasi dilakukan pada awal tahun 2012. Adapun variabel dalam penelitian ini adalah indek saham syariah Indonesia (ISSI), consumer price index (CPI), exchange rate (ER), BI rate (BIRATE) dan sertifikat bank Indonesia syariah (SBIS).

Untuk melihat variasi di sekitar garis konstan pada masing-masing variabel time series dilakukan uji stasioner. Data time series baru dapat dikatakan stasioner jika data tersebut tidak mengandung akar-akar unit (*unit root*) dengan kata lain bahwa mean, variance, dan covariance konstan sepanjang waktu. Sementara itu, untuk melihat kointegrasi antara variabel di dalam persamaan ini dilakukan uji kointegrasi. Uji kointegrasi digunakan uji Johansen dengan melakukan estimasi maksimum *likelihood* dan untuk menemukan jumlah kointegrasi kelompok vektor. Apabila antar ISSI, M2, CPI, ER, BIRATE dan SBIS berkointegrasi, sifat hubungan jangka pendek di antara variabel dapat dinyatakan dalam bentuk *vector error correction model* (VECM).

Penelitian ini menggunakan Vector Autoregression (VAR) untuk mengetahui hubungan saling ketergantungan antar variabel di dalam data time series. Analisis VAR salah satunya untuk pengujian terhadap hubungan kausalitas antara antara ISSI, M2, CPI, ER, BIRATE dan SBIS yang digunakan untuk melihat arah hubungan antar variabel dalam persamaan. Untuk mengetahui hubungan kausalitas antar variabel digunakan uji kausalitas Granger, dengan persamaan sebagai berikut:

$$Y_t = \sum a_i Y_{t-i} + \sum b_j X_{t-j} + v_t; \text{ X menyebabkan Y jika } b_j > 0$$

$$X_t = \sum c_i Y_{t-i} + \sum d_j X_{t-j} + u_t; \text{ Y menyebabkan X jika } d_j > 0$$

Dimana,  $\sum a_i Y_{t-i}$  adalah koefisien regresi lag variabel Y apabila Y variabel dependen dan  $\sum b_j X_{t-j}$  adalah koefisien regresi lag variabel X apabila Y variabel dependen. Sedangkan  $\sum c_i Y_{t-i}$  adalah koefisien regresi lag variabel Y apabila X variabel dependen,  $\sum d_j X_{t-j}$  adalah koefisien regresi lag variabel X jika X variabel dependen, dan;  $v_t$ ,  $u_t$  adalah vektor random independen dengan rata-rata nol dan matriks kovarian terbatas.

Untuk melihat kointegrasi antara dua atau beberapa variabel dilakukan uji kointegrasi penelitian ini menggunakan estimasi maksimum *likelihood* kointegrasi yang diusulkan oleh Johansen untuk menguji apakah ada kointegrasi di antara variabel. Selain itu uji Johansen

digunakan untuk untuk menemukan jumlah kointegrasi kelompok vektor. Apabila antar ISSI, M2, CPI, ER, BIRATE dan SBIS berkointegrasi maka digunakan analisis *vector error correction model* (VECM).

Analisis *impulse response function* (IRF) dan *variance decomposition* (VD) diperlukan untuk mengetahui *shock* diantara variabel ISSI, M2, CPI, ER, BIRATE dan SBIS. Analisis IRF diperlukan untuk mengetahui pengaruh *shock* suatu variabel terhadap variabel itu sendiri dan variabel-variabel lainnya di dalam persamaan. Sedangkan untuk mengetahui tingkat kontribusi suatu variabel terhadap perubahan variabel itu sendiri dan variabel lainnya pada beberapa periode mendatang digunakan analisis *Variance decomposition* (VD).

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji akar-akar unit dapat dilakukan dengan uji Augmented Dickey-Fuller (ADF) dengan membandingkan nilai ADF statistik dengan Mackinnon critical value. Data yang akan diuji adalah data pada tingkat *first difference*. Jika nilai ADF statistik lebih kecil dari nilai *Mackinnon critical value* berarti terdapat *unit root* atau data tidak stasioner. Sebaliknya jika nilai ADF statistik lebih besar dari nilai *Mackinnon critical value* maka disimpulkan bahwa data tidak mengandung *unit root*. Besar perbandingan antara nilai ADF dengan *Mackinnon critical value* bisa dilihat dari nilai probabilitas pada taraf  $\alpha = 5\%$ .

Tabel 1 menunjukkan uji ADF pada taraf  $\alpha = 5\%$  variabel ISSI, M2, CPI, ER, BIRATE dan SBIS pada tingkat differensi pertama, dimana nilai ADF statistik dari ISSI, M2, CPI, ER, BIRATE dan SBIS secara absolut lebih besar dari *MacKinnon critical value*. Nilai probabilitas masing-masing variabel pada uji ADF menunjukkan nilai yang lebih kecil dari  $\alpha = 5\%$  atau stasioner. Dengan hasil stasioneritas pada masing-masing variabel maka analisis yang layak dipergunakan adalah analisis VAR atau VECM.

**Tabel 1. Hasil Uji Akar Unit Level dan First Difference**

Variabel	Level			First Difference		
	DF-Test	Prob	Keterangan	DF-Test	Prob	Keterangan
LNISSI	-2.001790	0.2854	Tidak Stasioner	-6.685778	0.0000	Stasioner
LNM2	-1.445562	0.5538	Tidak Stasioner	-6.685778	0.0000	Stasioner
LNCPI	-1.802319	0.3759	Tidak Stasioner	-7.534628	0.0000	Stasioner
LNER	-2.012771	0.2807	Tidak Stasioner	-7.112176	0.0000	Stasioner
BIRATE	-1.366804	0.5922	Tidak Stasioner	-5.242135	0.0000	Stasioner
SBIS	-2.697502	0.0806	Tidak Stasioner	-7.461987	0.0000	Stasioner

Tahap kedua di dalam analisis VAR adalah penentuan lag optimum. Penentuan jumlah lag dalam model VAR ditentukan pada kriteria informasi yang direkomendasikan oleh nilai terkecil dari *Final Prediction Error* (FPE), *Akaike Information Criterion* (AIC), *Schwarz Criterion* (SC), dan *Hannan-Quinn* (HQ). Hasil uji lag optimum pada Tabel 2 menunjukkan bahwa semua tanda bintang berada pada lag 1. Dengan demikian, lag 1 merupakan lag optimum yang digunakan pada semua tahap di dalam analisis VAR.

Tabel 2. Hasil Uji Lag Optimum

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	197.6675	NA	3.79e-11	-6.969.728	-6.750.746	-6.885.046
1	590.1379	685.0392*	8.96e-17*	-1.993.229	-18.39941*	-19.33951*
2	622.8158	49.90813	1.06e-16	-1.981.148	-1.696.472	-1.871.062
3	657.6514	45.60288	1.25e-16	-1.976.914	-1.560.849	-1.816.018
4	691.8254	37.28073	1.72e-16	-1.970.274	-1.422.820	-1.758.569
5	745.8086	47.11264	1.42e-16	-20.35668*	-1.356.824	-1.773.153

Uji kausalitas Granger digunakan untuk melihat arah hubungan di antara variabel-variabel ISSI, M2, CPI, ER, BIRATE dan SBIS. Ada tidaknya hubungan dapat dilihat dari nilai probabilitas dari masing-masing pengujian kausalitas. Tabel 3 menunjukkan bahwa yang memiliki hubungan satu arah adalah antara ISSI dengan ER, M2 dengan BIRATE, dan SBIS dengan BIRATE. Sedangkan, CPI dengan BIRATE dan CPI dengan SBIS memiliki hubungan dua arah.

Uji kausalitas Granger antara variabel ISSI dan ER menunjukkan bahwa ER tidak menyebabkan ISSI, sedangkan ISSI mempengaruhi ER. Nilai tukar rupiah terhadap dolar tidak mempengaruhi besaran ISSI disebabkan ER relatif stabil pada periode penelitian sehingga pengaruh terhadap ISSI tidak begitu nampak. Dilain pihak besaran ISSI mempengaruhi tingkat ER karena naik dan turunnya ER akan mempengaruhi investor untuk mengalihkan investasinya ke dalam atau luar negeri. Keadaan tersebut akan mempengaruhi ketertarikan investor untuk menanamkan modal di pasar modal Indonesia sehingga mempengaruhi harga saham domestik

BIRATE tidak mempengaruhi M2 ditunjukkan dengan uji kausalitas Granger antara M2 dan BIRATE. Namun tingkat jumlah uang beredar mempengaruhi tingkat BIRATE. Kenaikan jumlah uang beredar menunjukkan bahwa masyarakat lebih banyak memegang uang untuk digunakan untuk konsumsi. Bila tingkat konsumsi masyarakat naik akan menyebabkan kenaikan harga secara umum atau inflasi. Untuk mengurangi inflasi maka pemerintah mengurangi jumlah uang beredar melalui peningkatkan tingkat bunga melalui menaikkan besaran BI Rate.

Hasil uji kausalitas Granger antara SBIS dengan BIRATE menunjukkan bahwa SBIS menyebabkan BIRATE. Peningkatan Sertifikat Bank Indonesia syariah akan mempengaruhi kebijakan BI untuk menentukan tingkat BI Rate. SBIS dengan menggunakan prinsip wadiah atau titipan memberikan kompensasi bagi bank yang membeli SBIS dalam bentuk bonus. Bonus ditentukan secara sepihak oleh BI kepada bank yang memegang SBIS dan besarnya bonus SBIS ini mempengaruhi kebijakan BI dalam menentukan tingkat BI rate

Hubungan kausalitas antara BIRATE dengan CPI menunjukkan bahwa BIRATE dan CPI saling mempengaruhi. BI akan meningkatkan tingkat bunga melalui peningkatan besaran BI rate untuk mengendalikan tingkat inflasi. Di lain pihak, untuk kenaikan inflasi akan meningkatkan harga barang secara umum sehingga akan menurunkan daya beli masyarakat. Untuk mengendalikan inflasi sesuai target yang diharapkan BI meningkatkan BI rate yang digunakan untuk mempengaruhi tingkat suku bunga bank umum.

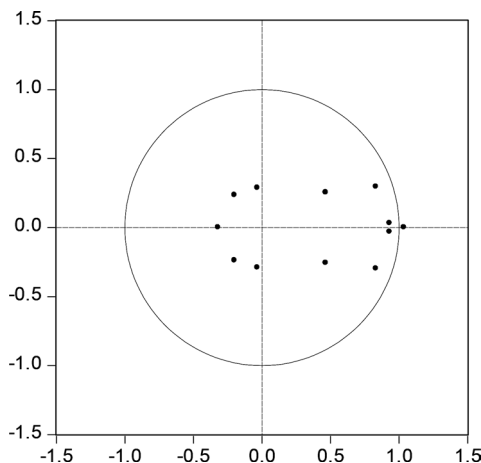
**Tabel 3. Hasil Uji Kausalitas Granger antara LNISSI, LNM2, LNCPI, LNER, BIRATE dan SBIS**

Null Hypothesis:	Prob.	Hasil Pengujian	Hubungan Kausalitas
LNM2 does not Granger Cause LNISSI	0.4007	Terima HO	
LNISSI does not Granger Cause LNM2	0.2106	Terima HO	Tidak ada hubungan antara ISSI dengan M2
LNCPI does not Granger Cause LNISSI	0.2198	Terima HO	
LNISSI does not Granger Cause LNCPI	0.7611	Terima HO	Tidak ada hubungan antara ISSI dengan CPI
LNER does not Granger Cause LNISSI	0.8156	Terima HO	
LNISSI does not Granger Cause LNER	0.0156	Tolak HO	Hubungan satu arah dari ISSI ke ER
BIRATE does not Granger Cause LNISSI	0.9869	Terima HO	
LNISSI does not Granger Cause BIRATE	0.3932	Terima HO	Tidak ada hubungan antara ISSI dengan BIRATE
SBIS does not Granger Cause LNISSI	0.4184	Terima HO	
LNISSI does not Granger Cause SBIS	0.9962	Terima HO	Tidak ada hubungan antara ISSI dengan SBIS
LNCPI does not Granger Cause LNM2	0.5667	Terima HO	
LNM2 does not Granger Cause LNCPI	0.3625	Terima HO	Tidak ada hubungan antara M2 dengan CPI
LNER does not Granger Cause LNM2	0.7836	Terima HO	
LNM2 does not Granger Cause LNER	0.9366	Terima HO	Tidak ada hubungan antara M2 dengan ER
BIRATE does not Granger Cause LNM2	0.4201	Terima HO	
LNM2 does not Granger Cause BIRATE	0.0066	Tolak HO	Hubungan satu arah antara M2 ke BIRATE
SBIS does not Granger Cause LNM2	0.4396	Terima HO	
LNM2 does not Granger Cause SBIS	0.6916	Terima HO	Tidak ada hubungan antara M2 dengan SBIS
LNER does not Granger Cause LNCPI	0.1596	Terima HO	
LNCPI does not Granger Cause LNER	0.9320	Terima HO	Tidak ada hubungan antara dari CPI ke ER
BIRATE does not Granger Cause LNCPI	0.0275	Tolak HO	
LNCPI does not Granger Cause BIRATE	0.0363	Tolak HO	Hubungan dua arah antara CPI dengan BIRATE
SBIS does not Granger Cause LNCPI	0.0079	Tolak HO	
LNCPI does not Granger Cause SBIS	0.0243	Tolak HO	Hubungan dua arah antara CPI dan SBIS
BIRATE does not Granger Cause LNER	0.3731	Terima HO	
LNER does not Granger Cause BIRATE	0.1186	Terima HO	Tidak ada hubungan antara ER dengan BIRATE
SBIS does not Granger Cause LNER	0.4616	Terima Ho	
LNER does not Granger Cause SBIS	0.1037	Terima HO	Tidak ada hubungan antara ER dengan SBIS
SBIS does not Granger Cause BIRATE	0.0851	Tolak HO	
BIRATE does not Granger Cause SBIS	0.1411	Terima Ho	Hubungan satu arah antara SBIS ke BIRATE

SBIS menyebabkan CPI demikian sebaliknya ditunjukkan dari hasil uji kausalitas Granger. Kenaikan CPI atau inflasi menunjukkan masyarakat lebih memilih memanfaatkan dana yang dimiliki untuk konsumsi daripada investasi. BI akan meningkatkan tingkat bagi hasil atau bunga melalui SBI dan SBIS untuk mengurangi jumlah uang beredar di masyarakat. Bila tingkat bunga atau bagi hasil naik maka masyarakat akan cenderung memilih untuk

meninvestasikan dana dalam bentuk tabungan atau desposito daripada digunakan untuk belanja.

Gambar 2. Hasil Plot Untuk Uji Stasionaritas



Sistem VAR dikatakan stasioner jika seluruh *roots*-nya memiliki modulus terletak di dalam *unit circle*. Uji stabilitas pada Gambar 2 menunjukkan modulus berkisar antara 0.2907 - 1.0349 yang dapat disimpulkan bahwa model VAR stabil sehingga *Impuls Response Function* (IRF) dan *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD) yang dihasilkan dianggap valid. Uji kointegrasi dapat dilakukan dengan menggunakan metode Johansen. Kesimpulan yang diambil adalah berdasarkan atas perbandingan antara nilai *Trace Statistic* dengan nilai kritis pada  $\alpha = 5\%$ , serta dengan melihat nilai probabilitas untuk menunjukkan ada tidaknya persamaan di dalam sistem yang terkointegrasi.

Hasil uji kointegrasi pada Tabel 4 menunjukkan nilai dari *Trace Statistic* dari uji Trace sebesar 113.4330 lebih besar dari nilai kritis pada  $\alpha = 5\%$  sebesar 95.75366 yang berarti bahwa di dalam sistem ada satu persamaan yang terkointegrasi. Nilai *Trace Statistic* adalah 79.85084 yang lebih besar dari nilai kritis sebesar 69.81889. Sedangkan at most 3 menunjukkan *Trace Statistic* sebesar 26.59817 lebih besar dari nilai kritis sebesar 29.79707 yang berarti bahwa di dalam sistem ada 2 persamaan yang terkointegrasi.

Tabel 4. Hasil Johansen Cointegration Test antara LNISSI, LNM2, LN CPI, LNER, BIRATE dan SBIS

Hypothesized NO. of CE(s)	Eigen value	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.439543	113.4330	95.75366	0.0018
At most 1 *	0.408245	79.85084	69.81889	0.0064
At most 2 *	0.325300	49.42041	47.85613	0.0354
At most 3	0.231329	26.59817	29.79707	0.1119
At most 4	0.160226	11.33879	15.49471	0.1915
At most 5	0.020658	1.210717	3.841466	0.2712



Pengujian kointegrasi melalui *Johansen Co Integration Test* menunjukkan bahwa pada enam variabel yaitu ISSI, M2, CPI, ER, BIRATE dan SBIS terdapat hubungan jangka panjang atau terkointegrasi. Dengan demikian di dalam penelitian ini diterapkan analisis VECM. VECM mampu melihat hubungan jangka panjang dan keberadaan dinamisasi jangka pendek variabel-variabel endogen agar konvergen ke dalam hubungan kointegrasinya. Untuk mengetahui hubungan antar variabel dalam estimasi VECM digunakan uji signifikansi.

**Tabel 5. Hasil Regresi Jangka Panjang**

Cointeg Eq:	Coeffisien	Std Error	t stat
LOG(ISSI(-1))	1.000.000		
LOG(M2(-1))	-6.096.577	-114.427	[-5.32793]
LOG(CPI(-1))	2.093.471	(0.69545)	[ 3.01023]
LOG(ER(-1))	-1.012.324	-187.811	[-5.39013]
BIRATE(-1)	-0.245586	(0.11754)	[-2.08944]
SBIS(-1)	-0.177090	(0.11656)	[-1.51925]
C	1.638.571		

Tabel 5 merupakan hasil estimasi VECM yang menunjukkan hubungan variabel independen dengan ISSI. Variabel yang mempengaruhi ISSI dalam jangka panjang adalah M2, CPI, ER dan BIRATE. Sementara itu, variabel M2 (-1), ER(-1), dan BIRATE(-1) berpengaruh negatif pada  $\alpha = 5\%$ , sedangkan SBIS(-1) tidak signifikan terhadap ISSI. Variabel M2 memiliki pengaruh tertinggi terhadap tingkat ISSI dibanding variabel lain, dengan nilai koefisien sebesar -6.096.577% disusul oleh CPI, ER, BIRATE dan SBIS. Kenaikan M2 mendorong peningkatan inflasi yang berdampak pada peningkatan tingkat bunga dan bagi hasil. Kenaikan tingkat bunga dan bagi hasil akan menarik investor untuk menyimpan dananya ke deposito. Keadaan ini yang menjadikan permintaan investor untuk memegang saham menurun. Hasil ini sesuai dengan temuan Menike (2006), Majid dan Yusof (2009) dan Hosseini dkk. (2011).

Variabel CPI pada lag pertama berpengaruh positif sebesar 2.093.471%. Hasil ini sesuai dengan hasil Asmy dkk. (2010), Kuwomu dan Victor (2011), Hosseini dkk. (2011), Hussin dkk. (2012) yang menunjukkan adanya hubungan positif antara CPI dengan ISSI. Kenaikan inflasi menindikasikan bahwa masyarakat lebih suka memegang uang daripada menyimpan di bank. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat bunga dan bagi hasil tidak lebih menguntungkan dibanding memegang uang untuk dibelanjakan. Sementara itu, bagi investor akan lebih menguntungkan menggunakan uang untuk dibelikan saham daripada disimpan di bank sehingga inflasi cenderung akan meningkatkan permintaan saham di pasar modal.

Variabel nilai tukar atau ER berpegaruh negatif terhadap ISSI. Hasil yang sama ditemukan Majid dan Yusof (2009), Kuwomu dan Victor (2011), Hussin dkk (2012), Bekhet dan Mugableh (2012), Hussin dkk (2012), Pasaribu dan Firdaus (2013), dan Rahmawati dan Laila (2015). Penurunan nilai tukar rupiah terhadap dolar atau depreasi mengindikasikan nilai rupiah turun terhadap barang. Keadaan ini menjadikan investor mengambil keputusan untuk menyimpan uang dalam bentuk saham atau saham dari perusahaan asing. Menyimpan

dalam bentuk saham dianggap lebih nyaman untuk menjadi nilai investasi yang dimiliki pada saat kondisi nilai tukar tidak stabil.

Variabel BI Rate berpengaruh negatif terhadap ISSI dengan penurunan sebesar -0.245586% apabila ada kenaikan BI Rate sebesar 1%. Kenaikan BI Rate akan direspon negatif oleh ISSI karena kenaikan BI Rate akan mempengaruhi tingkat suku bunga bank. Investor lebih tertarik menyimpan dananya ke deposito daripada menyimpan dalam bentuk surat berharga. Turunnya permintaan surat berharga akan menyebabkan turunnya harga surat berharga dan menurunkan indeks saham di pasar modal. Hasil yang sama ditemukan oleh Menike (2006), Kuwomu dan Victor (2011), Hussin dkk (2012), Damayanti (2014) dan Nasir dkk (2016).

Tabel 6. Hasil Estimasi VECM antara LNISSI, LNM2, LNCPI, LNER, BIRATE dan SBIS

Error Correction:	D(LOG(ISSI))	D(LOG(M2))	D(LOG(CPI01))	D(LOG(ER))	D(BIRATE)	D(SBIS)
CointEq1	-0.070883	0.003979	-0.027301	0.001957	0.257920	0.297314
	(0.01908)	(0.00564)	(0.02050)	(0.01252)	(0.10402)	(0.08333)
	[-3.71424]	[ 0.70553]	[-1.33189]	[ 0.15634]	[ 2.47942]	[ 3.56784]
D(LOG(ISSI(-1)))	-0.030510	-0.075898	-0.080256	-0.047868	-0.390634	-0.564882
	(0.13429)	(0.03969)	(0.14424)	(0.08810)	(0.73201)	(0.58640)
	[-0.22719]	[-1.91248]	[-0.55640]	[-0.54333]	[-0.53364]	[-0.96330]
D(LOG(M2(-1)))	0.257575	-0.414837	-1.146.796	0.311280	2.573418	-2.070.957
	(0.46974)	(0.13881)	(0.50453)	(0.30816)	(2.56045)	(2.05112)
	[ 0.54834]	[-2.98845]	[-2.27299]	[ 1.01013]	[ 1.00506]	[-1.00967]
D(LOG(CPI01(-1)))	-0.112684	0.071911	0.132961	-0.034048	-0.523395	0.354073
	(0.13583)	(0.04014)	(0.14589)	(0.08911)	(0.74036)	(0.59309)
	[-0.82962]	[ 1.79158]	[ 0.91140]	[-0.38211]	[-0.70695]	[ 0.59700]
D(LOG(ER(-1)))	-0.381989	0.040523	-0.366937	0.085270	-0.684516	1.179114
	(0.26613)	(0.07864)	(0.28584)	(0.17459)	(1.45062)	(1.16206)
	[-1.43535]	[ 0.51527]	[-1.28371]	[ 0.48841]	[-0.47188]	[ 1.01467]
D(BIRATE(-1))	0.011374	0.010333	0.005825	-0.000557	0.178551	0.260722
	(0.02499)	(0.00738)	(0.02684)	(0.01639)	(0.13621)	(0.10912)
	[ 0.45515]	[ 1.39923]	[ 0.21701]	[-0.03397]	[ 1.31082]	[ 2.38937]
D(SBIS(-1))	0.011997	-0.008501	0.022657	-0.009057	-0.069484	0.002101
	(0.02275)	(0.00672)	(0.02444)	(0.01493)	(0.12403)	(0.09936)
	[ 0.52721]	[-1.26420]	[ 0.92703]	[-0.60676]	[-0.56021]	[ 0.02114]
C	0.000222	0.014490	0.008343	-0.006654	-0.037805	0.069122
	(0.00647)	(0.00191)	(0.00695)	(0.00424)	(0.03525)	(0.02824)
	[ 0.03440]	[ 7.58226]	[ 1.20114]	[-1.56847]	[-1.07253]	[ 2.44791]

Variabel SBIS tidak berpengaruh terhadap tingkat ISSI atau diantara variabel dalam persamaan SBIS memiliki dampak yang paling rendah dalam mempengaruhi tingkat ISSI.

Bonus SBIS tidak banyak mempengaruhi bank syariah maupun bank konvensional untuk menaikkan bagi hasil atau tingkat bunga bank. Bank syariah lebih memperhatikan tingkat jumlah uang beredar, tingkat inflasi, tingkat bunga dibanding dengan SBIS dalam menentukan jumlah bagi hasil. Investor akan lebih memperhatikan tingkat bagi hasil dan tingkat bunga dibanding dengan tingkat SBIS sehingga SBIS tidak banyak mempengaruhi keputusan investor untuk menanamkan modalnya di pasar modal

Hasil estimasi VECM pada Tabel 5 memperlihatkan bahwa ISSI pada lag pertama berpengaruh negatif dan signifikan terhadap M2 pada alpha 0,1, yang ditandai dengan nilai t-hitung sebesar  $-1.91248 > 1.684$ . Kenaikan M2 sebesar 1 persen mempengaruhi turunnya ISSI sebesar 0.075898 persen. Keadaan ini menunjukkan bahwa ketika terjadi kenaikan jumlah uang beredar akan mendorong peningkatan tingkat suku bunga. Kenaikan tingkat bunga akan direspon positif oleh investor yang akan meninvestasikan dananya dalam bentuk tabungan atau deposito. Kenaikan tingkat suku bunga menjadi investasi di pasar modal kurang menarik bagi investor sehingga permintaan saham akan menurun dan harga saham pun akan mengalami penurunan.

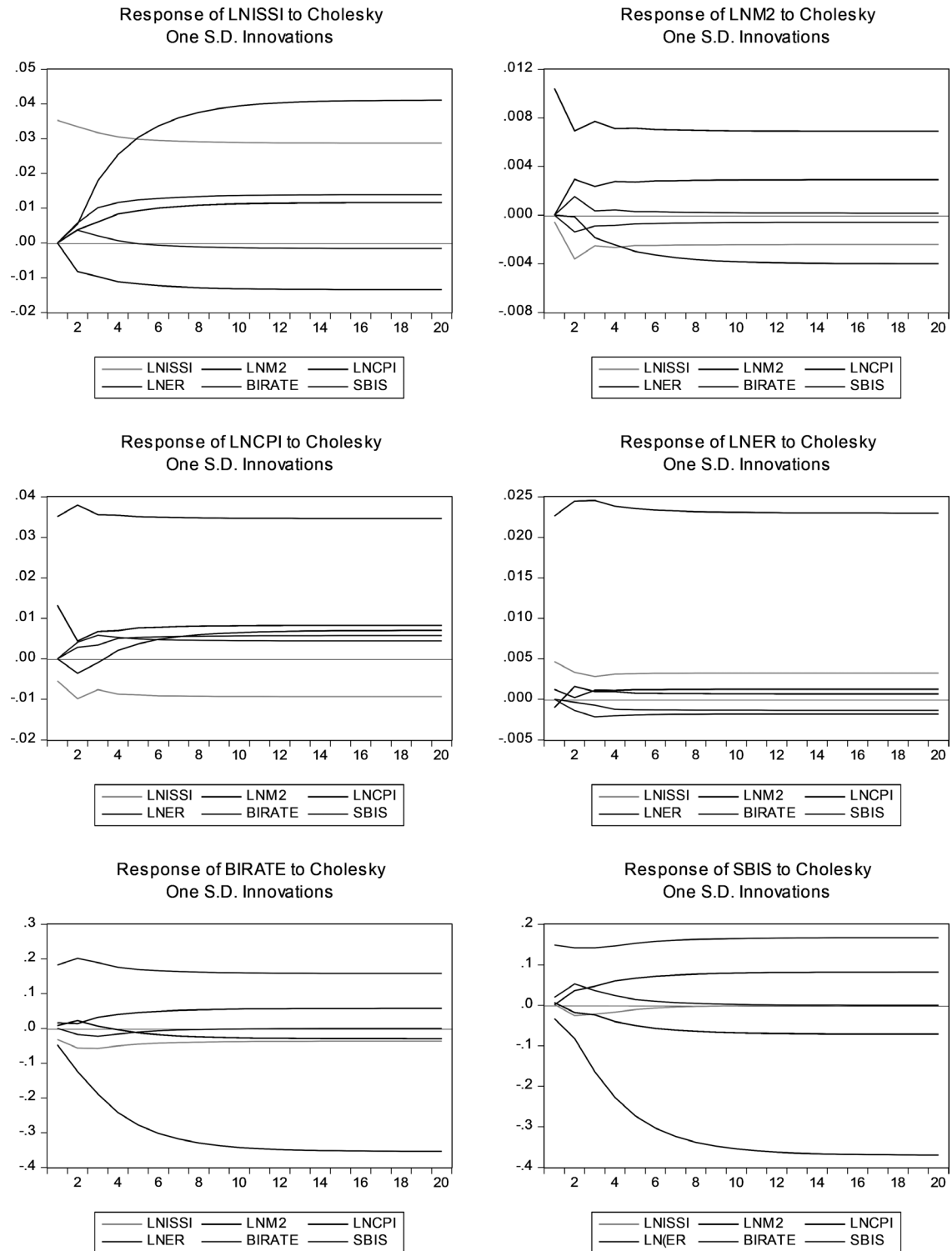
Selain itu, M2 pada lag pertama berpengaruh negatif terhadap M2 pada alpha 0,05 yang ditandai dengan nilai t-hitung sebesar  $-2,98845 > 2,021$ . Kenaikan jumlah uang beredar tahun sebelumnya menjadi dasar dalam menentukan tingkat bagi hasil dan bunga bank. Untuk menjaga keseimbangan supaya nilai rupiah tetap stabil maka kenaikan jumlah beredar akan disikapi oleh pemerintah dengan kenaikan tingkat bagi hasil atau bunga dan sebaliknya. Oleh karenanya, peningkatan jumlah beredar periode saat ini yang berlebihan akan direspon negatif dengan penurunan jumlah uang beredar pada periode sebelumnya melalui peningkatan bagi hasil dan tingkat bunga.

CPI pada lag pertama berpengaruh positif terhadap M2 yang ditandai dengan nilai t hitung sebesar  $1,79158 > 1,684$ . Sementara itu, M2 pada lag pertama berpengaruh negatif terhadap CPI pada alpha 0,05. Keadaan ini menunjukkan kenaikan CPI direspon positif terhadap kenaikan M2 tetapi kenaikan M2 berpengaruh negatif terhadap CPI. Hal ini menunjukkan bahwa BI cukup hati-hati dalam menentukan jumlah M2 sehingga berdampak pada kenaikan inflasi secara moderat.

Selain itu, BIRATE pada lag pertama berpengaruh positif terhadap SBIS pada alpha 5% yang ditandai dengan nilai t-hitung sebesar  $2,38937 > 2,021$ . Kenaikan tingkat bunga Bank Indonesia akan direspon dengan peningkatan bonus SBIS. Walaupun SBIS tidak menggunakan sistem bunga tetapi SBIS merupakan bagian dari komponen kebijakan BI dalam menentukan jumlah likuiditas di bank umum, sehingga kenaikan BIRATE bukan hanya mempengaruhi bunga SBI tetapi juga bonus SBIS.

Analisis IRF digunakan untuk mengetahui pengaruh guncangan atau *shock* suatu variabel terhadap variabel itu sendiri dan variabel-variabel lainnya di dalam persamaan. IRF menggambarkan dampak dari *shock* atau guncangan suatu variabel terhadap variabel-variabel yang lain sehingga bisa diketahui berapa lama pengaruh *shock* suatu variabel terhadap variabel-variabel yang lain. Selain itu, IRF dapat digunakan untuk mengetahui variabel yang akan memberi *response* terbesar terhadap adanya *shock*.

**Gambar 3 Grafik Impulse Response Function (IRF) dengan LNISSI, LNM2, LNCPI, LNER, BIRATE dan SBIS sebagai Response**



Sumbu vertikal dalam IRF menunjukkan nilai standar deviasi yang digunakan untuk mengukur seberapa besar *response* yang akan diberikan oleh suatu variabel apabila terjadi *shock* terhadap variabel lainnya. Kemudian, sumbu horizontal menunjukkan lamanya periode

dari *response* yang diberikan terhadap *shock*. Apabila *response* yang diberikan diatas sumbu horizontal menunjukkan bahwa *shock* akan memberikan pengaruh yang positif. Sebaliknya apabila *response* yang diberikan berada dibawah sumbu horizontal menunjukkan bahwa *shock* akan memberikan pengaruh yang negatif. Gambar 3 menunjukkan grafik IRF dari masing-masing variabel sebagai *response*.

Analisis IRF dengan ISSI sebagai *response* menyimpulkan bahwa di dalam 20 periode mendatang, *response* tertinggi adalah *response* ISSI terhadap ER, yang diperkirakan akan stabil pada standar deviasi keenambelas. *Response* tertinggi berikutnya adalah *response* ISSI terhadap *shock* BIRATE, M2, SBIS dan CPI yang masing-masing akan stabil pada standar deviasi kesepuluh dan keempatbelas. *Response* ISSI terhadap SBIS mendekati standar deviasi nol. Sementara itu, dari analisis IRF dengan M2 menunjukkan bahwa *response* tertinggi terjadi antara M2 terhadap M2 sendiri yang stabil standar deviasi kesepuluh. *Response* tertinggi berikutnya adalah *response* M2 terhadap CPI, BIRATE, SBIS, ISSI dan ER, yang masing-masing akan stabil pada standar deviasi tujuh dan lima belas. *Response* M2 terhadap BIRATE mendekati standar deviasi nol.

Dalam 20 periode mendatang analisis IRF dengan CPI menunjukkan *response* tertinggi adalah respon CPI terhadap CPI sendiri yang diperkirakan akan stabil pada standar deviasi kedelapan. *Response* tertinggi berikutnya adalah *response* CPI terhadap M2, ER, BIRATE, SBIS dan ISSI, yang masing-masing akan stabil pada standar deviasi delapan dan keempatbelas. Di lain pihak, dalam analisis IRF dengan ER diketahui bahwa *response* tertinggi adalah *response* ER terhadap ER itu sendiri yang diperkirakan akan stabil pada standar deviasi keduabelas. *Response* tertinggi berikutnya adalah *response* ER terhadap ISSI, CPI, M2, BIRATE dan SBIS yang akan stabil pada standar lima dan delapan. *Response* ER terhadap M2 dan terhadap BIRATE mendekati standar deviasi nol akan stabil pada standar deviasi kedelapan.

**Tabel 7. Variance Decomposition dari Variabel LNISSI**

Variance Decomposition of LNISSI:							
Period	S.E.	LNISSI	LN M2	LN CPI	LN ER	BIRATE	SBIS
1	0.035321	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.050251	93.72305	0.572281	2.708215	1.159677	1.305725	0.531057
3	0.063965	82.46748	1.242615	3.968492	8.575815	3.320567	0.425029
4	0.077466	71.80633	1.996484	4.793307	16.60097	4.505762	0.297148
5	0.090537	63.43833	2.515330	5.203914	23.45705	5.167214	0.218166
6	0.103067	57.15765	2.891335	5.443569	28.80829	5.526519	0.172637
7	0.114987	52.40357	3.159830	5.584867	32.96134	5.744526	0.145865
8	0.126290	48.75497	3.360205	5.674487	36.19679	5.883930	0.129614
9	0.136997	45.90833	3.512727	5.733234	38.74796	5.978262	0.119490
10	0.147146	43.65176	3.631706	5.773606	40.78538	6.044576	0.112964

Hasil analisis IRF dengan BIRATE menyimpulkan bahwa *response* tertinggi adalah respon BIRATE terhadap BIRATE sendiri yang diperkirakan akan stabil pada standar deviasi

kesepuluh. Kemudian diikuti *response* BIRATE diikuti SBIS, M2, ISSI dan ER, yang masing-masing akan stabil pada standar deviasi sepuluh dan keempatbelas.

Analisis IRF dengan SBIS sebagai *response* menyimpulkan bahwa 20 periode mendatang *response* tertinggi adalah *response* SBIS terhadap SBIS sendiri yang diperkirakan akan stabil pada standar deviasi ketigabelas. *Response* tertinggi berikutnya adalah *response* CPI, BIRATE, ISSI, M2 dan ER yang akan stabil pada standar sebelas dan keenambelas. *Response* SBIS terhadap BIRATE dan ISSI mendekati standar deviasi nol akan stabil pada standar deviasi kesebelas.

Tabel 6 menunjukkan bahwa variabel yang diperkirakan akan memiliki kontribusi paling besar terhadap ISSI pada masa sepuluh bulan kedepan adalah ISSI itu sendiri dengan rata-rata kontribusi per tahun sebesar 65.93%, yang diikuti oleh kontribusi ER sebesar 22.72%, CPI sebesar 4.48%, BIRATE sebesar 4.34%, M2 sebesar 2.28% dan SBIS sebesar 0.21%. Kontribusi ISSI terhadap ISSI pada mengalami penurunan sampai periode kesepuluh. Sedangkan kontribusi ER, CPI, BIRATE dan M2 terhadap ISSI mengalami peningkatan dari periode-periode sampai pada periode kesepuluh. Di lain pihak, kontribusi SBIS mengalami penurunan dari periode ke periode sampai pada periode ke sepuluh.

**Tabel 8. Variance Decomposition dari Variabel LNM2**

Variance Decomposition of LNM2:							
Period	S.E.	LNISSI	LNM2	LNCPi	LNER	BIRATE	SBIS
1	0.010438	0.298347	99.70165	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.013524	7.302202	85.59481	4.777889	0.009695	1.284417	1.030987
3	0.016089	7.619375	83.50737	5.537079	1.338972	0.954905	1.042294
4	0.018200	8.099808	80.55039	6.656807	2.859554	0.802102	1.031344
5	0.020141	8.153503	78.38355	7.277084	4.542193	0.674749	0.968917
6	0.021924	8.184145	76.44602	7.793271	6.074952	0.585334	0.916281
7	0.023595	8.160496	74.82229	8.175395	7.458198	0.515192	0.868427
8	0.025167	8.125644	73.43242	8.483601	8.670577	0.460063	0.827698
9	0.026656	8.083409	72.25122	8.730962	9.726315	0.415504	0.792587
10	0.028072	8.041340	71.24165	8.934736	10.64076	0.378990	0.762526

Tabel 7 menunjukkan bahwa variabel yang diperkirakan akan memiliki kontribusi paling besar terhadap M2 pada masa sepuluh bulan kedepan adalah M2 dengan rata-rata kontribusi per bulan sebesar 79.59%, yang diikuti oleh kontribusi ISSI sebesar 7.20%, CPI sebesar 6.63%, ER sebesar 5.13 %, SBIS sebesar 0.82% dan BIRATE sebesar 0.82% mendekati nol persen. Kontribusi M2 terhadap M2 itu menurun dari periode ke periode sampai pada periode kesepuluh. Kontribusi BIRATE dan SBIS terhadap M2 turun sampai periode kesepuluh mendekati nol. Sedangkan kontribusi ISSI, CPI dan ER terhadap M2 meningkat dari periode pertama sampai kesepuluh. Kontribusi ER termasuk M2 meningkat cukup signifikan dibanding dengan kontribusi variabel lain.

Tabel 9. Variance Decomposition dari Variabel LNCPI

Variance Decomposition of LNCPI:							
Period	S.E.	LNISSI	LNM2	LNCPI	LNER	BIRATE	SBIS
1	0.037937	2.059011	12.10394	85.83704	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.055071	4.185474	6.369411	88.20846	0.418824	0.263335	0.554495
3	0.066722	4.156737	5.367057	88.59583	0.306412	0.443253	1.130715
4	0.076762	4.436000	4.871018	88.30160	0.303467	0.763298	1.324613
5	0.085595	4.655442	4.709930	87.81387	0.431523	0.994009	1.395227
6	0.093648	4.839643	4.624488	87.32979	0.621031	1.168645	1.416407
7	0.101071	4.979543	4.588501	86.88409	0.824160	1.300277	1.423428
8	0.108002	5.091679	4.572489	86.48265	1.023758	1.405914	1.423506
9	0.114523	5.182823	4.568546	86.12582	1.210064	1.492268	1.420474
10	0.120701	5.258492	4.570277	85.81172	1.379467	1.564108	1.415935

Analisis variance decomposition dari variabel CPI pada Tabel 8 menunjukkan bahwa variabel yang diperkirakan akan memiliki kontribusi paling besar terhadap CPI pada masa sepuluh bulan ke depan adalah CPI dengan rata-rata kontribusi per bulan sebesar 87.43%, yang diikuti oleh kontribusi M2 sebesar 5.63%, ISSI sebesar 4.48%, SBIS sebesar 1,15%, BIRATE sebesar 0.93 dan ER sebesar 0.65%. Kontribusi CPI terhadap CPI pada mengalami peningkatan hingga periode ketiga namun pada periode berikutnya kontribusi CPI mengalami penurunan terhadap CPI sampai periode kesepuluh. Sedangkan dengan kontribusi ISSI, ER, BIRATE dan SBIS terhadap CPI meningkat sampai periode kesepuluh. Di lain pihak, kontribusi M2 terhadap CPI mengalami penurunan sampai periode kesembilan.

Tabel 10. Variance Decomposition dari Variabel LNER

Variance Decomposition of LNER:							
Period	S.E.	LNISSI	LNM2	LNCPI	LNER	BIRATE	SBIS
1	0.023171	3.999097	0.190292	0.276182	95.53443	0.000000	0.000000
2	0.033949	2.821517	0.304709	0.132623	96.55838	0.012038	0.170738
3	0.042079	2.280205	0.249246	0.156277	96.90311	0.036643	0.374522
4	0.048540	2.124413	0.225389	0.168430	96.93521	0.093385	0.453173
5	0.054108	2.051676	0.201212	0.184611	96.93935	0.132791	0.490364
6	0.059082	2.016699	0.184810	0.195635	96.93057	0.161780	0.510510
7	0.063631	1.993996	0.172071	0.205117	96.92139	0.182882	0.524540
8	0.067851	1.979461	0.162190	0.212943	96.91083	0.199695	0.534881
9	0.071807	1.969547	0.154161	0.219645	96.90040	0.213405	0.542837
10	0.075544	1.962656	0.147541	0.225358	96.89052	0.224833	0.549093

Tabel 9 menunjukkan bahwa variabel yang diperkirakan akan memiliki kontribusi paling besar terhadap ER pada masa sepuluh bulan ke depan adalah ER dengan rata-rata kontribusi per bulan sebesar 96.74%, yang diikuti oleh kontribusi ISSI sebesar 2.21%, SBIS sebesar 0.41%, M2 sebesar 0.19%, CPI sebesar 0.19% dan BIRATE sebesar 0.12%.

Kontribusi terbesar terhadap ER berasal dari ER itu sendiri dari awal periode mengalami peningkatan sampai periode kesepuluh. Sementara itu, kontribusi ISSI terhadap ER turun sampai periode kesepuluh. Sedangkan kontribusi SBIS, M2, CPI dan BIRATE terhadap ER turun dari periode awal sampai periode kesepuluh dengan nilai kontribusi di bawah satu.

**Tabel 11. Variance Decomposition dari Variabel BIRATE**

Variance Decomposition of BIRATE:							
Period	S.E.	LNISSI	LNM2	LNCPI	LNER	BIRATE	SBIS
1	0.192527	2.724040	0.185918	0.690083	6.117412	90.28255	0.000000
2	0.311929	4.291314	0.590816	0.470933	18.10841	76.23526	0.303268
3	0.416852	4.313489	0.357600	0.857375	30.62470	63.39157	0.455269
4	0.517776	3.732125	0.237794	1.158014	41.84720	52.63346	0.391405
5	0.615588	3.185251	0.212614	1.380780	50.09102	44.82407	0.306272
6	0.708989	2.758763	0.225229	1.528476	55.98125	39.26608	0.240205
7	0.797430	2.440840	0.251602	1.633519	60.23258	35.24819	0.193260
8	0.880912	2.200726	0.280424	1.710190	63.38674	32.26226	0.159657
9	0.959705	2.016121	0.307892	1.768147	65.78581	29.98701	0.135021
10	1.034182	1.871402	0.332492	1.812939	67.65263	28.21406	0.116469

Tabel 11 menunjukkan bahwa variabel yang diperkirakan akan memiliki kontribusi paling besar terhadap BIRATE pada masa sepuluh tahun ke depan adalah ekspor dengan rata-rata kontribusi per tahun sebesar 49.23%, yang diikuti oleh kontribusi ER 45.98%, ISSI sebesar 2.95%, CPI sebesar 1.30%, M2 sebesar 0.29% dan SBIS sebesar 0.23% Kontribusi BIRATE terhadap BIRATE lebih besar dibandingkan dengan variabel lain walaupun kontribusi diantara BIRATE dengan BIRATE turun dari 90.28% pada periode pertama dan kemudian turun hingga periode kesepuluh dengan nilai 28.21%. Kebalikan dengan BIRATE, kontribusi ER terhadap BIRATE naik dari periode awal sampai periode kesepuluh dengan nilai kontribusi yang cukup tinggi. Kontribusi ISSI dan SBIS terhadap BIRATE turun sampai periode kesepuluh. Kontribusi CPI terhadap BIRATE pada awal periode kedua turun tetapi kemudian kontribusi CPI meningkat hingga akhir periode kesepuluh. Sedangkan kontribusi M2 terhadap BIRATE pada periode kedua naik sampai 0.59%, namun kemudian pada periode berikutnya menurun sampai periode kelima dan naik kembali sampai akhir periode kesepuluh.

Tabel 12 menunjukkan bahwa variabel yang diperkirakan akan memiliki kontribusi paling besar terhadap SBIS pada masa sepuluh bulan kedepan adalah ER dengan rata-rata kontribusi per bulan sebesar 48.27%, yang diikuti oleh kontribusi SBIS itu sendiri sebesar 44.29%, CPI sebesar 3.67%, BIRATE sebesar 2.01%, M2 sebesar 1.60% dan ISSI sebesar 0.46%. Kontribusi ER terhadap SBIS terbesar dibanding dengan kontribusi variabel lain dengan nilai periode pertama hanya 4.67% tetapi di akhir periode kesepuluh sebesar 69.78%. Sedangkan kontribusi SBIS terhadap SBIS sendiri turun dari periode ke periode berikutnya walaupun pada awal periode satu sempat memiliki kontribusi 93.54 % terhadap SBIS namun pada periode kesepuluh hanya 23.13%. Kontribusi CPI terhadap SBIS naik hingga periode ketujuh walaupun pada periode berikutnya mengalami penurunan. Sementara itu, kontribusi M2 terhadap SBIS turun dari periode ke periode sampai periode kesepuluh. Kontribusi ISSI



dan BIRATE terhadap SBIS turun hingga periode kesepuluh walaupun kontribusi BIRATE terhadap SBIS sempat berfluktuasi pada periode ketiga.

**Tabel 12. Variance Decomposition dari Variabel SBIS**

Variance Decomposition of SBIS:							
Period	S.E.	LNISSI	LNM2	LNCPI	LNER	BIRATE	SBIS
1	0.154229	0.013872	0.176674	0.009951	4.670235	1.586217	93.54305
2	0.235927	1.153619	0.659090	2.404981	14.08904	5.682648	76.01062
3	0.327722	1.035980	0.855897	3.278590	32.53512	4.165417	58.12900
4	0.432269	0.749447	1.370187	3.844567	46.41456	2.694689	44.92655
5	0.540737	0.515903	1.726789	3.986330	55.21316	1.793839	36.76398
6	0.646551	0.372305	1.985786	4.018923	60.66644	1.278259	31.67829
7	0.747291	0.282348	2.160926	4.008629	64.23995	0.965143	28.34301
8	0.842332	0.223509	2.286609	3.989471	66.70051	0.762766	26.03714
9	0.931795	0.183084	2.379019	3.968824	68.47084	0.624513	24.37372
10	1.016049	0.154118	2.449272	3.949876	69.78949	0.525688	23.13156

## SIMPULAN

Uji kausalitas Granger menunjukkan bahwa tidak ada hubungan kausalitas antara ISSI dengan M2, CPI, ER, BIRATE dan SBIS. Namun terdapat hubungan satu arah antara ISSI dan ER, dimana ISSI mempengaruhi ER. Sedangkan, pada estimasi VECM jangka panjang ditemukan bahwa kenaikan M2 mendorong peningkatan inflasi yang berdampak pada peningkatan tingkat bunga dan bagi hasil. Kenaikan tingkat bunga dan bagi hasil akan menarik investor untuk menyimpan dananya ke deposito. Keadaan ini yang menjadikan permintaan investor untuk memegang saham menurun. Kenaikan inflasi mengindikasikan bahwa masyarakat lebih suka memegang uang daripada menyimpan di bank.

Analisis IRF menunjukkan respon ISSI terhadap variabel lain menunjukkan bahwa di dalam 20 bulan mendatang, respon tertinggi adalah respon ISSI terhadap ER, yang diperkirakan akan stabil pada standar deviasi keenambelas. Respon tertinggi berikutnya adalah respon ISSI terhadap shock BIRATE, M2, SBIS dan CPI yang masing-masing akan stabil pada standar deviasi kesepuluh dan keempatbelas. Respon ISSI terhadap SBIS mendekati standar deviasi nol. Sementara itu, analisis VD dari variabel ISSI menunjukkan bahwa variabel yang diperkirakan akan memiliki kontribusi paling besar terhadap ISSI pada masa sepuluh bulan kedepan adalah ISSI itu sendiri yang diikuti oleh kontribusi ER, CPI, BIRATE, M2 dan SBIS.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat ER, CPI, BIRATE, M2 dan SBIS mempengaruhi besaran ISSI. Sedangkan tingkat ER, CPI, BIRATE, M2 dan SBIS dipengaruhi oleh instrumen moneter yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia. Oleh karenanya untuk mengembangkan indeks saham yang berbasis syariah, seperti JII dan ISSI maka Bank Indonesia perlu mengembangkan instrument moneter yang berbasis syariah. Untuk penelitian selanjutnya, perlu dipertimbangkan memasukan variabel dummy, seperti kebijakan pemerintah dan peristiwa penting selama periode penelitian di dalam model untuk mendapatkan pengamatan yang lebih komprehensif tentang perkembangan indeks saham syariah di Indonesia.

**PUSTAKA ACUAN**

- Ardana, Y. (2016). Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. *Media Trend*. Vol. 11(2): 117-130
- Asmy, M., Rohilina, W., Hassama, A., & Fouad, M (2010). Effects of Macroeconomic Variables on Stock Prices in Malaysia: An Approach of Error Correction Model. *MPRA Paper*. No. 20970
- Beik, I. S & Fatmawati, S. W. (2013). Pengaruh Indeks harga Saham Syariah Internasional dan variabel Makro Ekonomi terhadap Jakarta Islamic Index. *Al Iqtishad: Jurnal Ilmu Ekonomi Syariah (Journal of Islamic Economics)*. Vol. 6(2): 155-179. doi: <https://doi.org/10.15408/aiq.v6i2.1228>
- Bekhet, H. A. & Mugableh, M. I. (2012). Investigating Equilibrium Relationship between Macroeconomic Variables and Malaysian Stock Market Index through Bounds Tests Approach. *International Journal of Economics and Finance*. Vol. 4(10): 69-81. doi: <https://doi.org/10.5539/ijef.v4n10p69>.
- Damayanti, S. M. (2014). Analisis Pengaruh Variabel-variabel Makroekonomi terhadap Tingkat Pengembalian di Pasar Modal. *Binus Business Review*. Vol. 5(1): 267-277. doi: <https://doi.org/10.21512/bbr.v5i1.1215>.
- Hosseini, S. M., Ahmad, Z., & Lay, Y. W. (2011). The Role of Macroeconomic Variables on Stock Market Index in China and India. *International Journal of Economics and Finance*. Vol. 3(6): 233-243. doi: <https://doi.org/10.5539/ijef.v3n6p233>.
- Hussin, M. Y. M., Muhammad, F., Abu, M. F. & Awang, S.A. (2012). Macroeconomic Variable and Malaysian Islamic Stock Market: A time Series Analysis. *Journal of Business Studies Quarterly*. Vol. 3 (4): 1-13.
- Kuwomu, J. K. M & Victor, O. N. (2011). Macroeconomic Variables and Stock Market Returns: Full Information Maximum Likelihood Estimation. *Journal of Finance and Accounting*. Vol. 2 (4): 49-63
- Menike, L. M. C. S. (2006). The Effect of Macroeconomic Variables on Stock Prices in Emerging Sri Lanka Stock Market. *Sabaragamuwa University Journal*. Vol. 6 (1): 50-67
- Nasir, M., Fakriah., & Ayuwandirah. (2016). Analisis Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia dengan Metode Pendekatan Vector Autoregression. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Vol. 15(1): 53-63.
- Pasaribu, R. B. F & Firdaus, M. (2013). Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. *Jurnal Ekonomi & Bisnis*. Vol. 7(2): 117-128
- Rahmawati, M N & Laila. (2015). Faktor Makroekonomi yang Mempengaruhi Pergerakan Harga Saham pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) di Bursa Efek Indonesia (BEI). *JESTT*. Vol. 2(11): 928-942
- Majid, M. S. A., & Yusof, R. M. (2009). Long-run Relationship Between Islamic Stock Returns and Macroeconomic Variables An Application of The Autoregressive Distributed Lag Model. *Humanomics*. Vol. 25 (2): 127-141. doi: <https://doi.org/10.1108/08288660910964193>.