

**PENGARUH VARIABEL EKONOMI MAKRO DAN
INDEKS HARGA SAHAM DUNIA TERHADAP
JAKARTA *ISLAMIC INDEX***

Agus Tri Basuki¹
A.Indriyani Yusuf²

Abstract: *Effect of Macroeconomic Variables and World Stock Price Index on the Jakarta Islamic Index.* The purpose of this research is to find out the influence of Dow Jones Industrial Average (DJIA) index, Nikkei 225 (N225), Shanghai Stock Exchange Composite Index (SSECI), exchange rate (Rupiah to Dollar) and Gross Domestic Product (GDP) to Jakarta Islamic Index (JII). This research uses Vector Error Correction Model (VECM) in analyzing data or variables. VECM is a derivative method of VAR. The assumptions that must be met in this VECM model are the same as those in the VAR model. The findings of this study are that DJIA has a negative and significant effect on JII as a shock absorber in the short and long term. N225 has a positive and significant effect on JII in the short and long term. SSECI in the short term does not affect the movement of JII. While in long term SSECI have negative and significant influence to JII. KURS in the short term have a positive and significant effect on JII. While in the long term KURS does not affect JII. GDP in the short term has a positive and significant impact on JII. While in the long run the GDP does not affect the movement of JII.

Abstrak: Pengaruh Variabel Ekonomi Makro dan Indeks Harga Saham Dunia pada Jakarta Islamic Index. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh indeks Dow Jones Industrial Average (DJIA), Nikkei 225 (N225), Indeks Harga Saham Gabungan Shanghai (SSECI), nilai tukar (Rupiah terhadap Dollar) dan Produk Domestik Bruto (PDB) ke Jakarta Islamic Index (JII). Penelitian ini menggunakan Vector Error Correction Model (VECM) dalam menganalisis data atau variabel. VECM adalah metode derivatif VAR. Asumsi yang harus dipenuhi dalam model VECM ini sama dengan model VAR. Temuan penelitian ini adalah bahwa DJIA memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap JII sebagai shock absorber dalam jangka pendek dan panjang. N225 memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap JII dalam jangka pendek dan panjang. SSECI dalam jangka pendek tidak mempengaruhi pergerakan JII. Sementara dalam jangka panjang SSECI memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap JII. KURS dalam jangka pendek memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap JII. Sedangkan dalam jangka panjang, KURS tidak mempengaruhi JII. PDB dalam jangka pendek memiliki dampak positif dan signifikan terhadap JII. Sementara dalam jangka panjang GDP tidak mempengaruhi pergerakan JII.

Kata Kunci: Indeks Harga Saham, Model Koreksi Kesalahan Vektor, dan Saham Syariah

¹ Dosen Program Studi Ekonomi Pembangunan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Muhammadiyah Yogyakarta, email: agustribasuki@yahoo.com

² Alumni Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Muhammadiyah Yogyakarta

PENDAHULUAN

Indonesia merupakan negara dengan penduduk mayoritas muslim dan terbesar di dunia. Sekitar 222 juta penduduk Indonesia adalah beragama Islam. Hal ini merupakan pasar yang sangat besar dalam pengembangan industri keuangan syariah. Perkembangan dalam industri keuangan syariah dapat ditinjau melalui perbankan syariah, asuransi syariah, dan pasar modal. Pasar modal syariah mempunyai peran yang cukup penting dalam meningkatkan perekonomian negara. Perkembangan pasar modal yang ada dalam suatu negara mencerminkan bagaimana kondisi perekonomian negara tersebut.

Pasar modal memiliki dua fungsi utama yang berperan penting bagi perekonomian suatu negara. Pertama, sebagai media pendanaan usaha atau sebagai sarana bagi suatu perusahaan untuk mendapatkan dana dari investor atau masyarakat pemodal. Kedua, pasar modal sendiri menjadi sarana untuk berinvestasi bagi masyarakat pada instrument keuangan seperti saham, obligasi, reksadana, dan lain-lain. Melalui pasar modal masyarakat dapat menempatkan sejumlah dana yang dimilikinya dengan karakteristik dan resiko masing-masing dari instrument keuangan tersebut (Husnan dan Pudjiastuti, 2004).

Investor atau masyarakat pemodal dalam berinvestasi membutuhkan informasi atau perlu mengetahui dan melakukan pertimbangan atas faktor-faktor yang dapat mempengaruhi pergerakan harga investasinya, sehingga tidak berdampak negatif dalam pengambilan keputusan investasi. Pasar modal syariah adalah salah satu alternatif dalam berinvestasi dengan saham syariah, sebagai instrument yang menyatakan bukti penyertaan kepemilikan terhadap perusahaan-perusahaan berbasis syariah.

Tujuan penelitian ini untuk mengetahui pengaruh indeks saham Dow Jones Industrial Average (DJIA), saham Nikkei 225 (N225), Shanghai Stock Exchange Composite Index (SSECI), nilai tukar (Kurs Rupiah terhadap Dolar) dan Produk Domestik Bruto (GDP) terhadap Jakarta Islamic Index (JII).

Pasar modal syariah adalah pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip sesuai ketentuan syariat islam yang tidak melibatkan hal-hal yang dilarang oleh islam, seperti misalnya riba, spekulasi, judi, dan lain-lain (Ash-Shidiq dan Setiawan 2015). Pasar modal syariah juga dapat diartikan sebagai tempat bertemunya pembeli dan penjual khusus instrument keuangan syariah, termasuk didalamnya aktivitas perdagangan sesuai dengan ajaran islam, dan tidak mengandung unsur-unsur penipuan maupun penggelapan.

Dasar hukum pasar modal syariah dijelaskan dalam firman Allah pada Al-Qur'an surat Al-Baqarah ayat 275, yang artinya: "Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba". Selain itu terdapat juga dalam sabda Rasulullah pada Hadits Riwayat Muslim, Tirmidzi, An-Nasa'I, Abu Daud, Ibnu Majah, dan Abu Hurairah, yang mengatakan bahwa Rasulullah SAW melarang jual beli yang mengandung unsur gharar.

Adapun yang dimaksud sebagai efek-efek syariah menurut Fatwa DSN MUI No.40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal mencakup Saham Syariah, Reksadana Syariah, Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragunan Aset Syariah, dan surat berharga lainnya yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Belakangan, instrumen keuangan syariah bertambah dengan adanya fatwa DSN-MUI Nomor: 65/DSN-MUI/III/2008 tentang Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) Syariah, fatwa DSN-MUI Nomor: 66/DSN-MUI/III/2008 tentang Waran Syariah pada tanggal 6 Maret 2008, fatwa DSN-MUI Nomor: 69/DSN-MUI/VI/2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara.

Adapun dasar diperbolehkannya transaksi jual-beli efek adalah Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) No. 80/DSN-MUI/VI 2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek. Adapun isi utama fatwa mekanisme syariah perdagangan saham adalah:

1. Perdagangan Efek di Pasar Reguler Bursa Efek menggunakan akad jual beli (bai')
2. Efek yang ditransaksikan adalah efek yang bersifat ekuitas yang sesuai dengan prinsip syariah (terdapat dalam Daftar Efek Syariah)
3. Pembeli boleh menjual Efek setelah transaksi terjadi, meskipun settlementnya di kemudian hari (T+3) berdasarkan prinsip qabdh hukmi
4. Mekanisme tawar menawar yang berkesinambungan menggunakan akad bai' al-Musawamah. Harga yang wajar dan disepakati akan menjadi harga yang sah.
5. SRO dapat mengenakan biaya (ujrah) untuk setiap jasa yang diberikan dalam menyelenggarakan perdagangan Efek bersifat Ekuitas.
6. Tidak melakukan tindakan yang tidak sesuai dengan prinsip syariah dalam bertransaksi.

Secara umum, penerapan prinsip syariah dalam industri pasar modal khususnya pada instrumen saham dilakukan berdasarkan penilaian atas saham yang diterbitkan oleh masing-masing perusahaan. Sebagai salah satu instrumen perekonomian maka pasar modal syariah tidak terlepas dari pengaruh yang berkembang di lingkungannya, baik yang terjadi di lingkungan ekonomi mikro, yaitu peristiwa atau keadaan para emiten, seperti laporan kinerja, pembagian deviden, perubahan strategi atau perubahan strategis dalam rapat umum pemegang saham, akan menjadi informasi yang menarik bagi para investor di pasar modal.

Penelitian Halim, J. & Marcories (2009) menyimpulkan bahwa indeks Dow Jones, FTSE, Nikkei, STI, dan Hangseng berpengaruh terhadap bursa saham di Indonesia. Indeks Dow Jones, FTSE, Nikkei, STI, dan Hangseng berpengaruh secara signifikan terhadap JSX. Indeks Dow Jones dan FTSE berpengaruh negatif terhadap JSX. Sedangkan indeks Dow Jones dengan IDX tidak saling mempengaruhi satu sama lainnya. Indeks JSX dan IDX mempengaruhi indeks Nikkei secara positif.

Penelitian Kristanti, F. T dan Lathifah, N.F. (2013) menyimpulkan dalam jangka panjang dan jangka pendek variabel Inflasi, SBI dan Kurs mempengaruhi JII.

Penelitian Budi Santosa (2013) menyimpulkan bahwa pasar modal Malaysia, Filipina, Singapura, Thailand, dan China memiliki pengaruh positif terhadap pasar modal Indonesia. Sedangkan pasar modal Indonesia tidak berpengaruh terhadap pasar modal negara tersebut. Pasar modal Indonesia, Malaysia, Thailand, dan China dipengaruhi secara positif oleh pasar modal Singapura, kecuali pasar modal Filipina. Selanjutnya pasar modal China hanya berpengaruh terhadap pasar modal Singapura, dan pasar modal Filipina hanya berpengaruh terhadap pasar modal Indonesia.

Hasil penelitian Hatman Maqdiyah, Sri Mangesti Rahayu, dan Topowijono (2014) menunjukkan tingkat bunga deposito, dan tingkat inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap JII, dan sebaliknya PDB dan nilai tukar berpengaruh signifikan terhadap JII.

Penelitian Irfan Syauqi Beik dan Sri Wulan Fatmawati (2014) menyimpulkan dalam jangka pendek, hanya DJJP dan IPI yang mempengaruhi JII secara signifikan. Sedangkan dalam jangka panjang, DJIEU, DJIMY, dan IPI memiliki hubungan positif terhadap JII. Adapun DJJP, IMUS, M2, dan SBIS memiliki hubungan yang negatif terhadap JII. Sementara itu CPI, BI Rate, dan ER memiliki hubungan yang signifikan dengan JII.

Penelitian I gusti Agus Andiyasa, Ida Bagus Anom Purbawangsa, dan Henny Rahyuda (2014) menyimpulkan indeks Dow Jones, indeks Shanghai, Indeks UK:FT100 berpengaruh positif terhadap pergerakan IHSG. Indeks Nikkei, harga minyak dunia, harga emas dunia, kurs USD/IDR berpengaruh negatif terhadap IHSG.

Penelitian Neny Mulyani (2014) menyimpulkan inflasi dan PDB berpengaruh positif terhadap JII. Suku bunga dan nilai tukar berpengaruh negatif terhadap JII.

Penelitian Gilang Perdana Putra dan Asep Darmansyah (2015) menunjukkan inflasi, nilai tukar, dan harga emas dunia berpengaruh signifikan terhadap *return* saham di JII. GDP tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham di JII.

Penelitian Hafidz Ash-Shidiq dan Aziz Budi Setiawan (2015) menyimpulkan bahwa suku bunga SBI, jumlah uang beredar, dan inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap JII. Sedangkan nilai tukar rupiah mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap JII.

Penelitian M. Shabri Abd. Madjid (2016) menyimpulkan bahwa antara CPI dan JII terdapat hubungan yang positif. Jumlah uang beredar berpengaruh negatif terhadap, dan nilai tukar sebelum terjadinya krisis berpengaruh positif terhadap JII, sedangkan pasca terjadinya krisis nilai tukar berpengaruh negatif terhadap JII.

Penelitian Agus Tri Basuki dan Salma Nur Karima, (2016) menyimpulkan dalam jangka pendek harga emas berpengaruh negatif terhadap *Jakarta Islamic Index* (JII). Dalam jangka panjang nilai tukar dan harga minyak berpengaruh secara positif terhadap JII. Harga emas dan FTSE berpengaruh secara negatif terhadap JII.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan *Vector Error Correction Model* (VECM) dalam menganalisis data atau variabel-variabel yang ada. VECM adalah suatu metode turunan dari VAR. Asumsi yang harus dipenuhi dalam model VECM ini adalah sama seperti yang ada pada model VAR, hanya terkecuali pada masalah stasioner. Pada model VECM semua variabel harus stasioner pada tingkat diferensiasi turunan pertama (Basuki dan Yuliadi, 2015: 115).

Tahapan-tahapan yang harus dilakukan terlebih dahulu dalam analisis model *Vector Error Correction Model* (VECM), yaitu: (Basuki dan Yuliadi, 2015: 115) :

a. Uji Stasioneritas Data

Data ekonomi deret waktu (*time series*) pada umumnya memiliki trend yang tidak stasioner atau data tersebut memiliki akar unit (bersifat stokastik). Ketika suatu data memiliki akar unit, maka nilai dari data tersebut akan cenderung berfluktuatif tidak pada nilai rata-ratanya, sehingga dapat menyulitkan dalam mengestimasi suatu model. Uji stasioner yang akan digunakan adalah uji *Augmented Dickey Fuller* (Gujarati, 1995:718) dengan menggunakan taraf nyata sebesar 5%. Uji akar ini dikembangkan oleh Dickey dan Fuller, dengan menggunakan *Augmented Dickey Fuller Test*.

b. Uji Panjang *Lag* Optimal

Panjang suatu *lag* yang digunakan pada estimasi VAR adalah sangat peka. Dalam penentuan panjang *lag* yang akan digunakan dalam model VAR ditentukan atas dasar pada kriteria *Akaike Information Criterion* (AIC), *Schwarz Information Criterion* (SC), ataupun *Hannan Quinnon* (HQ). Untuk menghilangkan masalah autokorelasi dalam sistem VAR, pengujian panjang *lag* optimal ini sangat berguna, sehingga diharapkan dengan menggunakan *lag* optimal tidak akan lagi muncul masalah autokorelasi.

c. Uji Stabilitas Model VAR

Sebelum melakukan analisis lebih jauh perlu adanya pengujian pada stabilitas VAR. Hal ini dikarenakan jika hasil estimasi pada VAR yang akan dikombinasikan dengan model koreksi kesalahan mengalami ketidaksatbilan, maka *Impluse Response Function* (IRF) dan *Varian Decomposition* (VD) menjadi tidak *valid*.

d. Analisis Kausalitas Granger

Untuk mengetahui apakah suatu variabel endogen dapat diperlakukan sebagai variabel eksogen, maka uji kausalitas granger perlu dilakukan. Hal ini berawal dari ketidaktahuan adanya pengaruh diantara variabel yang ada. Jika terdapat dua variabel y dan z , maka apakah y menyebabkan z , atau z yang menyebabkan, atau mungkin akan berlaku keduanya, atau tidak ada hubungan diantara keduanya. Dalam hal ini variabel y yang menyebabkan variabel z berarti ada berapa banyak nilai z pada periode sekarang yang dapat dijelaskan oleh nilai z dari periode sebelumnya dan nilai y periode sebelumnya.

e. Uji Kointegrasi

Engle-Granger menyatakan bahwa keberadaan dari suatu variabel yang *non-stasioner* akan menyebabkan kemungkinan besar adanya hubungan jangka panjang diantara variabel dalam sistem. Uji ini dilakukan untuk mengetahui adanya hubungan dalam jangka panjang antar variabel. Apabila terdapat kointegrasi dari variabel-variabel dalam model, maka akan dapat dipastikan adanya hubungan jangka panjang diantara variabel. Metode yang dapat digunakan untuk menguji keberadaan kointegrasi ini yaitu metode *Johansen Cointegration*.

f. Model Empiris VAR/VECM

Metode *error correction* dilakukan jika telah diketahui bahwa terdapat kointegrasi. Apabila ada perbedaan dalam uji derajat integrasi antar variabel, maka pengujian akan dilakukan secara *jointly* (bersamaan) antar persamaan *error correction* dengan persamaan jangka panjang. Kemudian setelah itu maka akan diketahui bahwa dalam variabel terjadi kointegrasi. Lee dan Granger menyebutkan perbedaan derajat integrasi untuk variabel yang terkointegrasi sebagai *multicointegration*. Namun, apabila tidak ditemui fenomena kointegrasi, maka pengujian akan dilanjutkan dengan menggunakan variabel *first difference*.

Vector Error Correction Model (VECM) adalah bentuk dari *Vector Autoregressive* (VAR) yang terestriksi karena keberadaan bentuk data yang tidak stasioner namun terkointegrasi. VECM sering juga disebut dengan desain VAR bagi series non stasioner yang memiliki hubungan kointegrasi. Spesifikasi dalam model VECM ini merestriksi hubungan jangka panjang dari variabel endogen yang ada agar konvergen kedalam hubungan kointegrasinya, namun tetap dengan membiarkan adanya keberadaan dinamis jangka pendek.

g. Analisis *Impluse Response Function* (IRF)

Analisis *Impluse Response Function* (IRF) merupakan suatu metode yang digunakan dalam penentuan respon dari suatu variabel endogen terhadap adanya guncangan (*shock*) variabel tertentu. Analisis IRF ini juga digunakan dalam melihat guncangan dari satu variabel lain, dan berapa lama pengaruh tersebut terjadi. Melalui analisis IRF respon dari sebuah perubahan independen sebesar satu standar deviasi dapat ditinjau. Analisis IRF juga dapat menelusuri dampak gangguan sebesar satu standar kesalahan, sebagai bentuk inovasi pada variabel endogen terhadap variabel endogen lainnya. Suatu inovasi yang ada pada satu variabel, secara langsung akan memberikan dampak pada variabel yang bersangkutan, selanjutnya ke semua variabel endogen lainnya melalui struktur dinamik dari VAR.

h. Analisis *Varian Decomposition* (VD)

Forecast Errors Varian Decomposition (FEVD) atau dekomposisi ragam kesalahan peramalan menguraikan inovasi pada suatu variabel terhadap komponen-komponen variabel yang lain dalam VAR. Informasi yang terdapat dalam FEVD ini merupakan proporsi dari pergerakan secara berurutan yang diakibatkan dari guncangan sendiri dan variabel lain.

ANALISIS HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengujian terhadap stasioneritas data dari masing-masing variabel perlu dilakukan terlebih dahulu, sebelum pengujian VECM. Uji stasionaritas dilakukan pada variabel dependen maupun independent untuk mendapatkan estimasi VECM. Stasioneritas dilakukan karena hasil uji ini akan mempengaruhi pengujian pada estimasi VECM. Winarno (2015), mengatakan bahwa dalam persamaan regresi variabel-variabel yang digunakan adalah tidak stasioner, dan berdampak pada apa yang disebut dengan *spurious regression* atau regresi lancung.

Uji *Augmented Dickey Fuller* (ADF) digunakan untuk mendeteksi stasioner atau tidaknya data dari masing-masing variabel yang dipakai dalam penelitian, dengan menggunakan model *intercept*. Berikut tabel yang menunjukkan uji stasioner ADF dari masing-masing variabel:

Tabel 1
Hasil Uji ADF Menggunakan *Intercept* pada Tingkat Level

Variabel	ADF t-Statistik	Mc Kinnon Critical Value 5 Persen	Prob	Keterangan
JII	-1.330065	-2.911730	0.6100	Tidak Stasioner
DJIA	1.211082	-2.912631	0.9979	Tidak Stasioner
N225	-1.206689	-2.911730	0.6660	Tidak Stasioner
SSECI	-1.963622	-2.912631	0.3018	Tidak Stasioner
KURS	-2.348590	-2.913549	0.1608	Tidak Stasioner
PDB	-3.803030	-2.913549	0.0049	Stasioner

Sumber : Data diolah

Dari tabel 1 dapat diketahui bahwa enam variabel yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu JII (*Jakarta Islamic Index*), DJIA (*Dow Jones Industrial Average*), N225 (Indeks Nikkei 225), SSECI (*Shanghai Stock Exchange Composite Index*), KURS (nilai tukar rupiah terhadap dolar), dan PDB (Produk Domestik Bruto dalam dolar), hanya satu variabel yang lolos pada uji stasioner tingkat level, dan lima variabel lainnya dinyatakan tidak lolos. Variabel yang lolos pada tingkat level yaitu variabel PDB.

Oleh karena hanya ada satu variabel (PDB) pada pengujian ADF model *intercept* yang memenuhi persyaratan stasioner pada tingkat level, dan lima variabel lainnya (JII, DJIA, N225, SSECI, dan KURS) dinyatakan tidak lolos uji stasioner pada tingkat level, Kuncoro (2011) memberikan solusi diferensi data pada *first difference*. Pada tingkatan *first difference* ini, pengujian tingkat stasioner dilakukan pada semua variabel tanpa terkecuali. Berikut hasil uji ADF pada tingkat *first difference* yang ditunjukkan oleh tabel 2:

TABEL 2
Hasil Uji ADF Menggunakan *Intercept* pada Tingkat *First Difference*

Variabel	ADF t-Statistik	Mc Kinnon Critical Value 5 Persen	Prob	Keterangan
JII	-7.156597	-2.912631	0.0000	Stasioner
DJIA	-9.464601	-2.912631	0.0000	Stasioner
N225	-6.944723	-2.912631	0.0000	Stasioner
SSECI	-5.391613	-2.912631	0.0000	Stasioner
KURS	-10.13602	-2.913549	0.0000	Stasioner
PDB	-9.707758	-2.914517	0.0000	Stasioner

Sumber: Data diolah

Dari pengujian diatas semua variabel yang dipakai dalam penelitian ini telah memenuhi persyaratan stasioneritas data uji ADF, yang dimana nilai ADF t-Statistik adalah lebih kecil dibandingkan nilai *Mc Kinnon Critical Value 5* persen pada tingkat *first difference*. Oleh karena semua variabel telah dinyatakan lolos uji stasioner pada tingkat *first difference*, maka dapat dilakukan langkah selanjutnya dalam estimasi VECM, yaitu penentuan panjang *lag* optimal.

Penentuan panjang *lag* digunakan untuk mengetahui pengaruh waktu yang dibutuhkan dari setiap variabel terhadap variabel masa lalunya. Panjang *lag* pada data yang digunakan akan sangat mempengaruhi estimasi VECM. Penentuan panjang *lag* optimal akan

dicari dengan menggunakan kriteria informasi yang ada. Kandidat lag yang terpilih adalah panjang lag menurut kriteria *Likehood Ratio* (LR), *Final Prediction Error* (FPE), *Akaike Information Crition* (AIC), *Schwarz Information Crition* (SC), dan *Hannan-Quin Crition* (HQ). Panjang lag yang digunakan dalam penelitian ini adalah mulai dari 0 sampai dengan lag 4. Hal ini dikarenakan data yang dipakai dalam penelitian ini adalah data bulanan (*monthly*) selama 5 tahun. Panjang lag tersebut dirasa cukup untuk menggambarkan kointegrasi dari indeks saham pasar modal dunia terpilih dan variabel makro ekonomi terpilih terhadap indeks saham syariah Indonesia yaitu *Jakarta Islamic Index* (JII) selama kurun waktu Januari 2013 hingga Desember 2017. Berikut pada tabel 4.3 menunjukkan panjang lag optimal:

Tabel 3
Penentuan Panjang Lag Menggunakan Nilai LR

Lag	0	1	2	3	4
LogL	-2472.978	-2340.661	-2302.528	-2271.066	-2234.045
LR	NA	230.3296	57.90548*	40.78376	39.76307
FPE	3.02e+32	8.59e+30	8.34e+30*	1.12e+31	1.42e+31
AIC	91.81400	88.24670	88.16770*	88.33579	88.29798
SC	92.03499	89.79369*	91.04068	92.53475	93.82293
HQ	91.89923	88.84331*	89.27570	89.95516	90.42874

Sumber: Data diolah

Dari tabel 3 diatas, dapat diketahui bahwa panjang lag optimal terletak pada lag 2, yaitu dengan terdapat lebih banyak *indicates lag order selected by the criterion* (*). Oleh karena itu maka panjang lag optimal yang digunakan dalam penelitian ini adalah lag 2. Selanjutnya, karena panjang lag optimal sudah ditemukan, maka dapat dilakukan ke pengujian selanjutnya, yaitu pengujian stabilitas VECM.

Tahapan selanjutnya yaitu pengujian stabilitas VAR. Pengujian stabilitas ini digunakan untuk menguji validitas dari IRF (*Impluse Response Function*), dan VDC (*Varian Decomposition*). Pengujian stabilitas VAR ditunjukkan pada tabel 4 berikut ini:

Tabel 4
Hasil Uji Stabilitas Estimasi VAR

Root	Modulus
-0.577390 – 0.415844i	0.711551
-0.577390 + 0.415844i	0.711551
-0.261755 – 0.564690i	0.622407
-0.261755 + 0.564690i	0.622407
0.266748 – 0.506117i	0.572109
0.266748 + 0.506117i	0.572109
-0.550608 – 0.085656i	0.557231
-0.550608 + 0.085656i	0.557231
-0.027370 – 0.428551i	0.429424
-0.027370 + 0.428551i	0.429424
0.382938 – 0.189567i	0.427291
0.382938 + 0.189567i	0.427291

Sumber: Data diolah

Berdasarkan tabel 4 diatas, maka dapat dijelaskan bahwa model yang digunakan dalam penelitian ini sudah stabil dari lag 1-2. Hal ini dapat diketahui dari kisaran modulus

dengan nilai rata-rata yang kurang dari satu. Dengan demikian hasil analisis IRF dan VDC dinyatakan valid, dan dapat dilanjutkan ke pengujian selanjutnya, yaitu uji kointegrasi.

Tahap keempat yang harus dilalui dalam estimasi VECM adalah pengujian kointegrasi. Pengujian kointegrasi ini bertujuan untuk mengetahui hubungan dalam jangka panjang dari masing-masing variabel. Hal ini dikarenakan syarat dari estimasi VECM yaitu terdapat hubungan kointegrasi didalamnya. Jika tidak terdapat hubungan kointegrasi, maka estimasi VECM tidak dapat digunakan, melainkan harus menggunakan model *Vector Autoregression* (VAR).

Tabel 5
Hasil Uji Kointegrasi (*Johansen's Cointegration Test*)
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized of CE(s)	No.	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None*		0.507116	124.1063	95.75366	0.0002
At most 1*		0.442822	84.48733	69.81889	0.0022
At most 2*		0.363709	51.73459	47.85613	0.0207
At most 3		0.247695	26.41707	29.79707	0.1167
At most 4		0.122514	10.47874	15.49471	0.2457
At most 5		0.054864	3.159866	3.841466	0.0755

Sumber: Data diolah

Berdasarkan tabel 5 dapat terlihat bahwa taraf uji 5 persen (0.05) terdapat tiga *rank* variabel yang memiliki hubungan kointegrasi. Hal ini dapat terbukti dari masing-masing nilai *Trace Statistic* 124.1063, 84.48733, dan 51.73459 adalah lebih besar dibandingkan dengan *Critical Value* 0,05 yaitu 95.75366, 69.81889, dan 47.85613. Dengan demikian variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini memiliki hubungan dalam jangka panjang (kointegrasi) antara satu dengan yang lainnya, atau dengan kata lain H_0 ditolak dan H_1 diterima. Oleh karena itu estimasi VECM dalam penelitian ini dapat digunakan, dan dilanjutkan ke tahap selanjutnya yaitu uji kausalitas granger.

Untuk mengetahui hubungan sebab akibat dari setiap variabel independen terhadap variabel dependen, maka perlu melakukan uji kausalitas granger (*Granger Causality Test*). Pada penelitian ini, uji kausalitas lebih ditunjukkan terhadap faktor-faktor yang menyebabkan terjadinya kointegrasi dan pengaruh indeks saham dunia dan variabel makro ekonomi terpilih terhadap indeks saham syariah Indonesia di *Jakarta Islamic Index* (JII). Dimana indeks saham dunia terdiri dari *Dow Jones Industrial Average* (DJIA), Indeks Nikkei 225 (N225), dan *Shanghai Stock Exchange Composite Index* (SSECI), serta variabel makro ekonomi terpilih yaitu nilai tukar rupiah terhadap dolar (KURS), dan Produk Domestik Bruto (PDB).

Tarif uji yang digunakan dalam uji kausalitas granger ini adalah dengan tingkat kepercayaan sebesar 0,05 (5 persen), dan panjang *lag* sampai pada *lag* 2, berdasarkan pada pengujian panjang *lag* optimal yang telah dilakukan pada tahap sebelumnya. Berikut tabel 6 yang menunjukkan hasil uji kausalitas granger:

Tabel 6
Uji Kausalitas Granger (*Granger Causality Test*)

H0	Lag 2	
	F-Statistik	Prob
DJIA does not Granger Cause JII	3.57511	0.0350
JII does not Granger Cause DJIA	0.48030	0.6213
N225 does not Granger Cause JII	0.42758	0.6543
JII does not Granger Cause N225	3.76063	0.0297
SSECI does not Granger Cause JII	0.31581	0.7306
JII does not Granger Cause SSECI	1.93543	1.1544
KURS does not Granger Cause JII	1.11171	0.3365
JII does not Granger Cause KURS	3.42810	0.0398
PDB does not Granger Cause JII	0.28445	0.7536
JII does not Granger Cause PDB	0.20443	0.8158
N225 does not Granger Cause DJIA	5.18613	0.0088
DJIA does not Granger Cause N225	3.74377	0.0301
SSECI does not Granger Cause DJIA	4.73882	0.0128
DJIA does not Granger Cause SSECI	1.03570	0.3620
KURS does not Granger Cause DJIA	0.21077	0.8106
DJIA does not Granger Cause KURS	1.37589	0.2615
PDB does not Granger Cause DJIA	0.90585	0.4105
DJIA does not Granger Cause PDB	0.74044	0.4819
SSECI does not Granger Cause N225	3.34631	0.0428
N225 does not Granger Cause SSECI	1.26710	0.2900
KURS does not Granger Cause N225	1.72572	0.1879
N225 does not Granger Cause KURS	3.94119	0.0254
PDB does not Granger Cause N225	0.13878	0.8707
N225 does not Granger Cause PDB	1.12056	0.3338
KURS does not Granger Cause SSECI	1.25451	0.2935
SSECI does not Granger Cause KURS	1.72968	0.1872
PDB does not Granger Cause SSECI	0.60863	0.5479
SSECI does not Granger Cause PDB	0.42901	0.6534
PDB does not Granger Cause KURS	522.222	4.E-35
KURS does not Granger Cause PDB	2.37813	0.1027

Sumber: Data diolah

Berdasarkan tabel 6 diatas, dapat dijelaskan bahwa yang memiliki hubungan kausalitas adalah variabel dengan nilai probabilitas lebih kecil dari α 0,05. Pada tabel 6 diketahui bahwa DJIA secara signifikan mempengaruhi JII dengan nilai probabilitas $0.0350 < 0,05$, sehingga dalam hal ini H_0 ditolak dan H_1 diterima, atau dengan kata lain adanya hubungan kausalitas antara DJIA dan JII. Pengaruh signifikan variabel DJIA terhadap JII, menunjukkan bahwa DJIA mampu menjadi *leading indicator* bagi JII. Diketahui secara statistik variabel JII tidak berpengaruh secara signifikan terhadap DJIA, dengan nilai probabilitas $0.6213 > 0,05$ yang artinya menerima H_0 dan menolak H_1 , atau dapat dikatakan tidak terdapat hubungan kausalitas diantara variabel JII dan DJIA. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hanya terdapat hubungan satu arah, yaitu antara variabel DJIA yang mempengaruhi variabel JII, dan tidak berlaku sebaliknya.

Selanjutnya, variabel N225 diketahui secara statistik tidak mempengaruhi variabel JII, dibuktikan dengan nilai probabilitas $0.6543 > 0,05$, yang artinya H_0 diterima dan H_1

ditolak, atau dengan kata lain tidak terdapat hubungan kausalitas diantara variabel N225 dengan variabel JII. Tidak signifikannya variabel N225 terhadap variabel JII menunjukkan bahwa variabel N225 tidak mampu menjadi *leading indicator* bagi JII. Sebaliknya, secara statistik variabel JII berpengaruh signifikan terhadap variabel N225, dengan nilai probabilitas $0.0297 < 0,05$, atau dapat dikatakan bahwa terdapat hubungan kausalitas antara variabel JII dengan N225, yang artinya menolak H_0 dan menerima H_1 . Dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan kausalitas satu arah, yaitu antara variabel JII berpengaruh terhadap variabel N225, namun tidak berlaku sebaliknya.

Kemudian, variabel SSECI secara statistik diketahui tidak signifikan mempengaruhi variabel JII dengan nilai probabilitas $0.7306 > 0,05$, yang artinya H_0 diterima dan H_1 ditolak, atau dapat dikatakan bahwa tidak ada hubungan kausalitas antara variabel SSECI dengan variabel JII. Hal ini menunjukkan bahwa variabel SSECI tidak mampu menjadi *leading indicator* bagi JII. Hal yang sama juga ditunjukkan oleh pengaruh variabel JII terhadap variabel SSECI, yang menerima H_0 dan menolak H_1 , dengan probabilitas $0.1544 > 0,05$, atau dengan kata lain tidak ada hubungan kausalitas antara variabel JII terhadap SSECI. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa baik hubungan variabel SSECI terhadap JII, ataupun sebaliknya tidak terdapat hubungan kausalitas.

Selanjutnya pengaruh variabel KURS terhadap JII, yaitu secara statistik tidak signifikan dengan tingkat probabilitas $0.7536 > 0,05$, yang artinya tidak terdapat hubungan kausalitas antara KURS dan JII, dengan begitu H_0 diterima dan H_1 ditolak. Tidak signifikannya variabel KURS secara statistik terhadap variabel JII menunjukkan bahwa variabel KURS tidak mampu menjadi *leading indicator* bagi variabel JII. Namun hal ini berbalik dengan pengaruh signifikan dari variabel JII terhadap variabel KURS, dengan tingkat probabilitas $0.0398 < 0,05$, yang artinya terdapat hubungan kausalitas diantara kedua variabel tersebut, dengan begitu H_0 ditolak dan H_1 diterima. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hanya terdapat hubungan kausalitas satu arah, yaitu variabel JII terhadap variabel KURS, dan tidak berlaku sebaliknya.

Kemudian, secara statistik variabel PDB tidak signifikan berpengaruh terhadap variabel JII. Hal ini dibuktikan dengan nilai probabilitas $0.7536 > 0,05$, sehingga H_0 diterima dan H_1 ditolak, yang artinya tidak terdapat hubungan kausalitas diantara keduanya. Tidak signifikannya variabel PDB terhadap JII menunjukkan bahwa variabel PDB tidak mampu menjadi *leading indicator* bagi JII. Hal yang sama juga ditunjukkan oleh pengaruh variabel JII terhadap variabel PDB secara statistik tidak signifikan. Dapat dilihat pada tabel 5 nilai probabilitasnya yaitu $0.8158 > 0,05$, sehingga H_0 diterima dan H_1 ditolak, yang artinya tidak terdapat hubungan kausalitas diantara keduanya. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat hubungan kausalitas antara variabel PDB dengan JII, yang dimana variabel PDB tidak berpengaruh terhadap variabel JII, dan berlaku sebaliknya.

Hal yang berbeda ditunjukkan oleh variabel N225 yang secara statistik berpengaruh signifikan terhadap variabel DJIA, dengan probabilitas $0.0088 < 0,05$, yang artinya menolak H_0 dan menerima H_1 , sehingga dapat dikatakan bahwa terdapat hubungan kausalitas diantara keduanya. Signifikannya variabel N225 terhadap DJIA, menunjukkan bahwa variabel N225 mampu menjadi *leading indicator* bagi DJIA. Hal yang sama juga ditunjukkan oleh variabel DJIA terhadap variabel N225, yaitu memiliki hubungan kausalitas, dengan nilai probabilitas $0.0301 < 0,05$, yang artinya menolak H_0 dan menerima H_1 . Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa, berlaku hubungan dua arah yang dimana terdapat hubungan kausalitas diantara variabel N225 terhadap DJIA, dan sebaliknya.

Variabel SSECI secara statistik berpengaruh signifikan terhadap variabel DJIA dengan probabilitas $0.0128 < 0,05$, yang artinya terdapat hubungan kausalitas, atau dengan kata lain menolak H_0 ditolak dan H_1 diterima. Signifikannya variabel SSECI terhadap variabel DJIA, menunjukkan bahwa variabel SSECI mampu menjadi *leading indicator* bagi variabel

DJIA. Hal yang sebaliknya ditunjukkan oleh pengaruh variabel DJIA terhadap SSECI, yaitu tidak signifikan dengan nilai probabilitas $0.3620 > 0,05$, yang artinya tidak terdapat hubungan kausalitas diantara keduanya, atau dengan kata lain menerima H_0 dan menolak H_1 . Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel SSECI memiliki hubungan kausalitas terhadap variabel DJIA, namun tidak berlaku sebaliknya, sehingga dengan kata lain hanya terdapat hubungan satu arah.

Dari tabel 4.6 secara statistik variabel KURS tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel DJIA, dengan probabilitas $0.8106 > 0,05$, yang artinya menerima H_0 dan menolak H_1 , atau dengan kata lain tidak terdapat hubungan kausalitas diantara keduanya. Dengan tidak signifikannya variabel KURS terhadap DJIA, menunjukkan bahwa variabel KURS tidak mampu menjadi *leading indicator* bagi variabel DJIA. Diketahui secara statistik variabel DJIA tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel KURS. Hal ini dibuktikan dengan nilai probabilitas $0.2615 > 0,05$, yang artinya menerima H_0 dan menolak H_1 , atau dengan kata lain tidak terdapat hubungan kausalitas diantara keduanya. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat hubungan kausalitas antara variabel KURS terhadap DJIA, dan keadaan tersebut juga berlaku sebaliknya.

Hal yang sama juga ditunjukkan oleh variabel PDB yang diketahui secara statistik tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel DJIA, dengan nilai probabilitas $0.4105 > 0,05$, yang artinya tidak terdapat hubungan kausalitas diantara keduanya, atau dengan kata lain H_0 diterima dan H_1 ditolak. Tidak signifikannya variabel PDB terhadap variabel DJIA menunjukkan bahwa variabel PDB tidak mampu menjadi *leading indicator* bagi variabel DJIA. Diketahui secara statistik variabel DJIA berpengaruh tidak signifikan terhadap variabel PDB dengan probabilitas $0.4189 > 0,05$ yang artinya tidak terdapat hubungan kausalitas diantara keduanya, atau dengan kata lain H_0 diterima dan H_1 ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat hubungan kausalitas antara variabel PDB terhadap DJIA, dan berlaku sebaliknya.

Kemudian, diketahui secara statistik variabel SSECI berpengaruh signifikan terhadap variabel N225 dengan probabilitas $0.0428 < 0,05$, yang artinya menolak H_0 dan menerima H_1 , atau dengan kata lain terdapat hubungan kausalitas diantara keduanya. Signifikannya variabel SSECI terhadap variabel N225 menunjukkan bahwa variabel SSECI mampu menjadi *leading indicator* bagi variabel N225. Namun hal ini tidak berlaku sebaliknya, karena secara statistik variabel N225 tidak berpengaruh terhadap variabel SSECI, dengan probabilitas $0.2900 > 0,05$, yang artinya menerima H_0 dan menolak H_1 , atau dengan kata lain tidak terdapat hubungan kausalitas diantara keduanya. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa, terdapat hubungan kausalitas antara variabel SSECI terhadap variabel N225, dimana variabel SSECI berpengaruh terhadap variabel N225, namun hal ini tidak berlaku sebaliknya, atau dengan kata lain hanya terdapat hubungan satu arah.

Selanjutnya, diketahui secara statistik variabel KURS tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel N225, yang artinya tidak terdapat hubungan kausalitas diantara keduanya. Hal ini ditunjukkan dengan nilai probabilitas $0.1879 > 0,05$, sehingga H_0 diterima dan H_1 ditolak. Tidak signifikannya variabel KURS terhadap variabel N225 menunjukkan bahwa, variabel KURS tidak mampu menjadi *leading indicator* bagi variabel N225. Sebaliknya, diketahui secara statistik variabel N225 berpengaruh signifikan terhadap variabel KURS, yang artinya terdapat hubungan kausalitas diantara keduanya. Hal ini ditunjukkan dengan nilai probabilitas $0.0254 < 0,05$, sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hanya terdapat hubungan satu arah, yaitu variabel N225 memiliki hubungan kausalitas dan berpengaruh terhadap variabel KURS. Namun hal ini tidak berlaku sebaliknya.

Pada tabel 4.6 diketahui secara statistik variabel PDB tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel N225, dengan nilai probabilitas $0.8707 > 0,05$. Hal ini berarti tidak terdapat

hubungan kausalitas antara variabel PDB terhadap variabel N225, atau dengan kata lain H_0 diterima dan H_1 ditolak. Tidak signifikannya variabel PDB terhadap variabel N225 menunjukkan bahwa variabel PDB tidak mampu menjadi *leading indicator* bagi variabel N225. Diketahui statistik variabel N225 tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel PDB, dengan nilai probabilitas $0.3338 > 0,05$. Hal ini berarti tidak terdapat hubungan kausalitas antara variabel N225 terhadap variabel PDB, atau dengan kata lain H_0 diterima dan H_1 ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat hubungan kausalitas dan pengaruh antara variabel PDB terhadap variabel N225, dan berlaku sebaliknya.

Hal yang sama juga ditunjukkan oleh variabel KURS yang secara statistik tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel SSECI, dengan probabilitas $0.2935 > 0,05$, yang artinya menerima H_0 dan menolak H_1 , atau dengan kata lain tidak terdapat hubungan kausalitas diantara keduanya. Tidak signifikannya variabel KURS terhadap SSECI menunjukkan bahwa variabel KURS tidak mampu menjadi *leading indicator* bagi variabel SSECI. Diketahui juga secara statistik variabel SSECI tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel KURS, dengan probabilitas $0.1872 > 0,05$, yang artinya menerima H_0 dan menolak H_1 , atau dengan kata lain tidak terdapat hubungan kausalitas diantara keduanya. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat hubungan kausalitas dan pengaruh antara variabel KURS terhadap variabel SSECI, dan berlaku sebaliknya.

Selanjutnya, hal yang sama ditunjukkan oleh variabel PDB yang secara statistik tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel SSECI, dengan nilai probabilitas probabilitas $0.5479 > 0,05$, yang artinya menerima H_0 dan menolak H_1 , atau dengan kata lain tidak terdapat hubungan kausalitas diantara keduanya. Tidak signifikannya variabel PDB terhadap SSECI menunjukkan bahwa variabel PDB tidak mampu menjadi *leading indicator* bagi variabel SSECI. Diketahui juga secara statistik variabel SSECI tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel PDB, dengan probabilitas $0.6534 > 0,05$, yang artinya menerima H_0 dan menolak H_1 , atau dengan kata lain tidak terdapat hubungan kausalitas diantara keduanya. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat hubungan kausalitas dan pengaruh antara variabel PDB terhadap variabel SSECI, dan berlaku sebaliknya.

Kemudian, pada tabel 6 juga diketahui secara statistik variabel PDB tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel KURS. Hal ini ditunjukkan dengan probabilitas $4.E-35 > 0,05$, yang artinya H_0 diterima dan H_1 ditolak, sehingga tidak terdapat hubungan kausalitas diantara keduanya. Tidak signifikannya variabel PDB terhadap variabel KURS menunjukkan bahwa variabel PDB tidak mampu menjadi *leading indicator* bagi variabel KURS. Diketahui secara statistik variabel KURS tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel PDB. Hal ini ditunjukkan dengan probabilitas $0.1027 > 0,05$, yang artinya H_0 diterima dan H_1 ditolak, sehingga tidak terdapat hubungan kausalitas diantara keduanya. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat hubungan kausalitas antara variabel PDB terhadap KURS, dan variabel PDB tidak berpengaruh terhadap variabel KURS, dan keadaan tersebut juga berlaku sebaliknya.

A. Interpretasi Hasil Estimasi VECM (*Vector Error Correction Model*)

Setelah dilakukannya berbagai tahap uji pra estimasi, yaitu uji stasioneritas data, penentuan panjang *lag*, uji stabilitas VAR, serta uji kointegritas, dan tiga *rank* kointegritas dalam taraf uji 0,05 (5 persen) dalam penelitian ini, maka model analisis yang digunakan, yaitu VECM (*Vector Error Correction Model*). Penggunaan estimasi VECM sesuai dengan masalah dalam penelitian ini, yaitu dengan mengidentifikasi hubungan jangka pendek dan jangka panjang pengaruh variabel independent terhadap variabel dependen. Berikut tabel 7 menunjukkan hasil estimasi VECM:

Tabel 7
Hasil Estimasi VECM Jangka Pendek

Variabel	Koefisien	t-Statistik Parsial
CointEq1	-0.540584	[-5.06016]***
D(JII(-1))	0.229145	[1.85433]*
D(JII(-2))	0.287456	[2.47501]**
D(DJIA(-1))	-0.026961	[-3.17814]**
D(N225(-2))	0.009323	[1.82763]*
D(KURS(-1))	0.002112	[3.37472]***
D(-PDB(-2))	0.177820	[3.74364]***

Sumber: Data diolah

Berdasarkan data tabel 7 dapat dijelaskan bahwa dalam jangka pendek (satu bulan, sesuai dengan jenis data yang digunakan, yaitu data edisi bulanan dari periode Januari 2013 hingga Desember 2017), JII berpengaruh signifikan pada *lag* pertama (1) dan *lag* kedua (2), kemudian terdapat empat variabel independen yang berpengaruh signifikan terhadap JII. Keempat variabel independen tersebut yaitu DJIA (*lag* 1), N225 (*lag* 2), KURS (*lag* 1), dan PDB (*lag* 2). Hal yang berbeda ditunjukkan oleh variabel SSECI yang diketahui tidak berpengaruh signifikan terhadap JII, yang disebabkan kurangnya integrasi antar pasar modal.

Hasil estimasi jangka pendek menunjukkan bahwa variabel JII pada *lag* 1 dan *lag* 2 berpengaruh positif dan signifikan terhadap JII itu sendiri, yaitu sebesar 0,23 dan 0,29. Artinya, apabila terjadi kenaikan JII sebesar satu poin pada tahun sebelumnya, maka akan menaikkan JII pada tahun sekarang sebesar 0,23 poin, dan apabila terjadi kenaikan JII sebesar satu poin pada dua tahun sebelumnya, maka akan menaikkan JII pada tahun sekarang sebesar 0,29 poin. Hasil analisis menunjukkan bahwa, nilai t-statistik parsial variabel JII pada *lag* 1 sebesar 1.85433 lebih kecil dari 2,07, dan hasil analisis pada *lag* 2 sebesar 2.47501 lebih besar dari 2,07. Hal ini sama-sama menolak H_0 dan menerima H_1 , atau dengan kata lain variabel JII (baik pada *lag* 1 maupun *lag* 2) berpengaruh signifikan terhadap JII itu sendiri dalam jangka pendek.

Dalam estimasi jangka pendek VECM menunjukkan bahwa variabel DJIA pada *lag* 1 berpengaruh negatif dan signifikan terhadap JII, yaitu sebesar, -0,03. Artinya, apabila terjadi kenaikan DJIA satu poin pada tahun sebelumnya, maka akan menurunkan JII pada tahun sekerang sebesar 0,03 poin. Hasil analisis menunjukkan bahwa nilai t-statistik parsial variabel JII pada *lag* 1 sebesar -3.17814 atau lebih kecil dari 2,07 yang artinya, H_0 ditolak dan H_1 diterima atau dengan kata lain, variabel DJIA berpengaruh secara signifikan terhadap JII dalam jangka pendek.

Dalam estimasi jangka pendek VECM menunjukkan bahwa variabel N225 pada *lag* 2 berpengaruh positif dan signifikan terhadap JII, yaitu sebesar, 0,01. Artinya, apabila terjadi kenaikan N225 sebesar satu poin pada 2 tahun sebelumnya, maka akan menaikkan JII pada tahun sekerang sebesar 0,01 poin. Hasil analisis menunjukkan bahwa nilai t-statistik parsial variabel JII pada *lag* 2 sebesar 1.82763 atau lebih kecil dari 2,07 yang artinya, H_0 ditolak dan H_1 diterima atau dengan kata lain, variabel N225 berpengaruh secara signifikan terhadap JII dalam jangka pendek.

Dalam estimasi jangka pendek VECM menunjukkan bahwa variabel KURS pada *lag* 1 berpengaruh positif dan signifikan terhadap JII, yaitu sebesar, 0,002. Artinya, apabila terjadi kenaikan KURS satu poin pada tahun sebelumnya, maka akan menaikkan JII pada tahun sekerang sebesar 0,002 poin. Hasil analisis menunjukkan bahwa nilai t-statistik parsial variabel JII pada *lag* 1 sebesar 3.37472 atau lebih besar dari 2,07 yang artinya, H_0 ditolak dan H_1 diterima atau dengan kata lain, variabel KURS berpengaruh secara signifikan terhadap JII dalam jangka pendek.

Dalam estimasi jangka pendek VECM menunjukkan bahwa variabel PDB pada *lag* 2 berpengaruh positif dan signifikan terhadap JII, yaitu sebesar, 0,18. Artinya, apabila terjadi kenaikan PDB satu poin pada dua tahun sebelumnya, maka akan menaikkan JII pada tahun sekerang sebesar 0,18 poin. Hasil analisis menunjukkan bahwa nilai t-statistik parsial variabel JII pada *lag* 2 sebesar 3.74364 atau lebih besar dari 2,07 yang artinya, H_0 ditolak dan H_1 diterima atau dengan kata lain, variabel PDB berpengaruh secara signifikan terhadap JII dalam jangka pendek.

Selanjutnya dalam jangka panjang (lima tahun sesuai periode penelitian, yaitu 2013-2017) diketahui variabel DJIA, N225, dan SSECI berpengaruh signifikan terhadap JII. Sedangkan variabel KURS dan PDB tidak berpengaruh terhadap JII. Berikut tabel 8 akan menyajikan secara lengkap, hasil estimasi VECM dalam jangka panjang:

Tabel 8
Hasil Estimasi VECM Jangka Panjang

Variabel	Koefisien	t-Statistik Parsial
DJIA (-1)	-0.043757	[-6.31633]***
N225 (-1)	0.039769	[4.60980]***
SSECI (-1)	-0.055954	[-2.77747]**

Sumber: Data diolah

Berdasarkan tabel 8, variabel DJIA pada *lag* 1 berpengaruh negatif dan signifikan terhadap JII, yaitu sebesar -0,04. Artinya, jika terjadi kenaikan DJIA sebesar satu poin pada tahun sebelumnya, maka akan menurunkan JII sebesar 0,04 poin. Hasil analisis menunjukkan bahwa nilai t-statistik parsial variabel DJIA pada *lag* 1 sebesar -6.31633 lebih kecil dari 2,07 yang artinya, H_0 ditolak dan H_1 diterima atau dengan kata lain, variabel DJIA berpengaruh secara signifikan terhadap JII dalam jangka panjang.

Hasil penelitian berbeda dengan hipotesis yang menyatakan bahwa DJIA berpengaruh positif dan signifikan terhadap JII, namun sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Pratama (2012), yang mendapatkan hasil bahwa *Dow Jones Industrial Average* (DJIA) berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap JII. Hasil yang berbeda ditunjukkan oleh penelitian yang dilakukan Halim (2009), DJIA berpengaruh secara positif terhadap JII.

Estimasi jangka panjang VECM menunjukkan bahwa variabel N225 pada *lag* 1 berpengaruh positif dan signifikan terhadap JII, yaitu sebesar 0,04. Artinya, jika terjadi kenaikan N225 sebesar satu poin pada tahun sebelumnya, maka akan menaikkan JII sebesar 0,04 poin. Hasil analisis menunjukkan bahwa nilai t-statistik parsial variabel N225 pada *lag* 1 sebesar 4.60980 lebih besar dari 2,07 yang artinya, H_0 ditolak dan H_1 diterima atau dengan kata lain, variabel N225 berpengaruh secara signifikan terhadap JII dalam jangka panjang. Hasil analisis tersebut sesuai dengan hipotesis yang menyatakan bahwa N225 berpengaruh secara signifikan terhadap JII. Hal yang sama juga dikemukakan dalam penelitian yang dilakukan oleh Halim (2009) bahwa, N225 memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap JII. Namun pada penelitian yang dilakukan oleh Pratama (2012) menunjukkan bahwa N225 memiliki hubungan yang negatif.

Estimasi jangka panjang VECM variabel SSECI pada *lag* 1 berpengaruh negatif dan signifikan terhadap JII, yaitu sebesar -0,06. Artinya, jika terjadi kenaikan SSECI sebesar satu poin pada tahun sebelumnya, maka akan menurunkan JII sebesar 0,06 poin. Hasil analisis menunjukkan bahwa nilai t-statistik parsial variabel SSECI pada *lag* 1 sebesar -2.77747 lebih kecil dari 2,07 yang artinya, H_0 ditolak dan H_1 diterima atau dengan kata lain, variabel SSECI berpengaruh secara signifikan terhadap JII dalam jangka panjang. Hasil analisis ini tidak sesuai dengan hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat hubungan positif

dan signifikan antara variabel SSECI terhadap JII. Peneliti belum menemukan pada penelitian terdahulu, yang melakukan penelitian terkait hubungan antara *Shanghai Stock Exchnage Composite Index* (SSECI) terhadap *Jakarta Islmaic Index* (JII) secara khusus.

Hasil estimasi VECM dalam jangka pendek dan jangka panjang diatas merupakan hasil yang valid dimana, diketahui dari nilai koefisien determinasi *R-squared* sebesar 0,547 atau 54,7 persen dar 1,00 persen atau 100 persen yang dimana perubahan variabel dependen (JII) mampu dijelaskan oleh variabel independennya (DJIA, N225, SSECI, KURS, dan PDB) sebesar 54,7 persen dari maksimal 100 persen. Hasil Analisis VDC (*Varian Decomposition*)

Analisis VDC (*Varian Decomposition*) bertujuan untuk mengukur besarnya komposisi atau kontribusi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependennya. Dalam penelitian ini analisis VDC difokuskan untuk melihat pengaruh variabel independent (DJIA, N225, SSECI, KURS, dan PDB) terhadap variabel dependennya (JII). Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data bulanan (*monthly*) yang diambil dari Januari 2013 hingga Desember 2017. Periode tersebut dirasa cukup menjelaskan kontribusi variabel DJIA, N225, SSECI, KURS, dan PDB terhadap JII. Berikut hasil analisis VCD ditunjukkan oleh tabel 9 :

Tabel 9
Hasil Analisis VDC JII

Periode	S.E	JII	DJIA	N225	SSECI	KURS	PDB
1	18.636	100.00	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
2	27.436	81.641	0.0773	2.4077	8.2302	7.5946	0.0483
3	36.122	70.313	2.3028	7.6929	13.796	4.6377	1.2557
4	44.593	57.535	5.3686	12.378	17.818	4.5072	2.3927
5	51.470	47.614	9.2288	19.430	17.983	3.5516	2.1910
6	56.823	40.725	12.037	24.579	17.508	3.0428	2.1054
7	61.618	35.249	14.268	29.379	16.301	2.5960	2.2065
8	66.011	30.969	15.921	33.526	15.293	2.2631	2.0259
9	69.752	27.883	17.210	36.532	14.380	2.0268	1.9662
10	73.254	25.380	18.168	39.146	13.581	1.8389	1.8841

Sumber: Data diolah

Berdasarkan tabel 9 dapat dijelaskan bahwa pada periode pertama JII sangat dipengaruhi oleh *shock* JII itu sendiri sebesar 100 persen. Sementara itu pada periode pertama variabel DJIA, N225, SSECI, KURS, dan PDB belum memberikan pengaruh terhadap JII. Selanjutnya, pada periode ke-2 variabel DJIA memberikan kontibusi *shock* sebesar 0.077374 persen, dan selalu mengalami kenaikan sampai pada periode ke-10 yaitu menjadi 18.16833 persen. Kenaikan yang cukup signifikan dari variabel DJIA terlihat dari setiap periodenya.

Pada periode ke-2 *shock* yang diberikan dari variabel N225 yaitu sebesar 2.407724 persen, dan terus mengalami kenaikan hingga periode 10 sebesar 39.14664 persen. Dengan kenaikan yang cukup signifikan terjadi pada periode ke-5 yaitu sebesar 19.43013 persen menjadi 24.57953 persen pada periode ke-6. Dibandingkan dengan variabel lainnya, N225 memberikan *shock* paling besar yaitu dengan *shock* tertinggi yang tertinggi yang terjadi pada periode ke-10 sebesar 39.14664 persen.

Periode ke-2 *shock* yang diberikan variabel SSECI mengalami kenaikan yang cukup signifikan dari periode sebelumnya, yaitu sebesar 8.230244 persen, dan kenaikan ini terjadi sampai pada periode ke-5 sebesar 17.98336 persen. Pada periode ke-6 mengalami penurunan sebesar 17.50864 persen. Penurunan ini terjadi hingga sampai periode ke-10 yaitu sebesar 13.58122 persen.

Selanjutnya, variabel KURS pada periode ke-2 memberikan *shock* sebesar 7.594613 persen, dan merupakan kenaikan yang cukup signifikan. Namun pada periode ke-3

terjadi penurunan yang cukup signifikan, yaitu sebesar 4.637786 persen. Penurunan ini terus terjadi sampai pada periode ke-10, yaitu sebesar 1.838965 persen.

Periode ke-2 *shock* yang diberikan oleh variabel PDB adalah sebesar 0.048300 persen, dan mengalami kenaikan sampai pada periode ke-4 yaitu sebesar 2.392744 persen. Namun mengalami penurunan pada periode ke-5 sebesar 2.191021 persen. Pada periode ke-7 kembali mengalami peningkatan sebesar 2.206517 persen, akan tetapi kembali mengalami penurunan pada periode ke-8 sampai periode ke-10, yaitu sebesar 1.884133 persen.

KESIMPULAN DAN SARAN

DJIA berpengaruh negatif dan signifikan terhadap JII sebagai penyerap guncangan (*shock absorber*) dalam jangka pendek dan jangka panjang. Terdapat hubungan kausalitas antara DJIA dengan JII, namun tidak berlaku sebaliknya.

N225 berpengaruh positif dan signifikan terhadap JII sebagai penyerap guncangan (*shock absorber*) dalam jangka pendek dan jangka panjang. Tidak terdapat hubungan kausalitas antara N225 terhadap JII, namun berlaku sebaliknya yaitu terdapat hubungan kausalitas JII terhadap N225.

SSECI dalam jangka pendek tidak berpengaruh terhadap pergerakan dari JII. Sedangkan dalam jangka panjang SSECI berpengaruh negatif dan signifikan terhadap JII. Tidak terdapat hubungan kausalitas antara SSECI terhadap JII dan begitu pula sebaliknya.

KURS dalam jangka pendek berpengaruh positif dan signifikan terhadap JII. Sedangkan dalam jangka panjang KURS tidak berpengaruh terhadap JII. Tidak terdapat hubungan kausalitas antara KURS terhadap JII, namun berlaku sebaliknya yaitu terdapat hubungan kausalitas JII terhadap KURS.

PDB dalam jangka pendek berpengaruh positif dan signifikan terhadap JII. Sedangkan dalam jangka panjang PDB tidak berpengaruh terhadap pergerakan JII. Tidak terdapat hubungan kausalitas antara PDB terhadap JII dan begitu pula sebaliknya.

DAFTAR PUSTAKA

- Andiyasa, I Gusti Agus dkk. (2014). Pengaruh Beberapa Indeks Saham dan Indikator Ekonomi Global Terhadap Kondisi Pasar Modal Indonesia. *E-Jurnal ekonomi dan Bisnis*. Vol. 03.No.04.
- Ash-Shidiq, Hafidz, Setiawan, Aziz Budi. (2015). Analisis Pengaruh Suku Bunga, SBI, Uang Beredar, Inflasi dan Nilai Tukar Terhadap Indeks Harga Saham Jakarta Islamic Index (JII) . *Jurnal Ekonomi dan Perbankan Syariah*. Vol. 3. No.2, Oktober 2015, hal. 25-46.
- Basuki, Agus Tri & Karima, Salma Nur. (2017). The Determinants on Jakarta Islamic Index : An Aproach of Vector Error Correction Model. *International Journal of Arts and Commerce*. Vol. 6 No. 6 August 2017.
- Basuki, Agus Tri & Yuliadi, Imamudin, (2015), *Ekonometrika Teori & Aplikasi*. Edisi Pertama. Mitra Pustaka Nurani.
- Beik, Irfan Syauqi dan Fatmawati, Sri Wulan. (2014). Pengaruh Indeks Harga Saham Syariah Internasional dan Variabel Makro Ekonomi Terhadap Jakarta Islamic Index. *Al-Iqtishad : Journal of Islamic Economics*. Vol 6, No 2: July 2014.
- Gujarati, Damodar N. (1995). *Basic Econometrics*. International Edition. McGraw-Hill, Inc.
- Halim, J. & Marcories, (2009). Analisis Pengaruh Pergerakan Bursa Internasional Terhadap Pergerakan. Bursa Indonesia. *Journal of Applied Finance and Accounting*. 3(2) 181-203.
- Hatmam Maqdiyah, Sri Mangesti Rahayu dan Topowijono (2014). Pengruh Tingkat Bunga Deposito, Tingkat Inflasi, Produk Domestik Bruto (Pdb), Dan Nilai Tukar Rupiah Terhadap Indeks Harga Saham Jakarta Islamic Index (JII) (Studi pada Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2009 hingga 2013). *Jurnal Administrasi Bisnis*. Vol. 17 No. 2 Desember 2014.
- Husnan, Suad. & Enny Pudjiastuti, (2004). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi. Keempat, Yogyakarta, UPP AMP YKPN.
- Kristanti, F. T & Lathifah, N.F. (2013). Pengujian Variabel. Makro Ekonomi Terhadap Jakarta Islamic Index. Bandung: *Jurnal. Keuangan dan Perbankan*, Vol. 17, No. 1.
- Kuncoro, M. (2011). *Metode Kuantitatif (Teori dan Aplikasi untuk Bisnis dan Ekonomi)*. Jakarta: Erlangga
- M. Shabri Abd. Majid, (2016), The Short-run and Long-Run Relationship in Indonesian Islamic Stock Returns, *Al-Iqtishad: Jurnal Ilmu Ekonomi Syariah (Journal of Islamic Economics)*, 8(1), 1-18, 2087-135X.

- Mulyani, Neni. (2014). Analisis Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, Nilai Tukar Rupiah, Dan Produk Domestik Bruto Terhadap Jakarta Islamic Index. *Jurnal Bisnis dan Manajemen Eksekutif*. Vol. 1 No. 1.
- Putra, Gilang Perdana & Darmansyah, Asep. (2015). Empirical Relationship Between Macroeconomic Volatility and Islamic Stock Returns (Case Study on Jakarta Islamic Index within Period of 2009-2014). *Journal of Business and Management*. Vol 4. No 7.
- Santosa, Budi. (2013). Integrasi Pasar Modal Kawasan Cina – ASEAN. *Jurnal Ekonomi Pembangunan*. Volume 14, Nomor 1, Juni 2013, hlm. 78-91.
- Winarno, Wing Wahyu, (2015). *Analisis Ekonometrika dan Statistik dengan Eviews*. Edisi Keempat. Yogyakarta : UPP STIM YPKN.