

## ANALISIS KOINTEGRASI ANTARA SAHAM SYARIAH DAN TINGKAT SUKU BUNGA

**Hijrasil**

Universitas Khairun

**Zandy Pratama Zain**

Universitas Khairun

Alamat: Jl. Jusuf Abdulrahman Kampus Gambesi Kotak Pos 53 Ternate 97719 Ternate  
Selatan.

Korespondensi Penulis : [hijrasil88@unkhair.ac.id](mailto:hijrasil88@unkhair.ac.id)

**Abstract :** *The development of Islamic economics with the application of sharia principles in economic activities is starting to be practiced in the field of sharia finance. This started with the establishment of sharia banking, then followed by the emergence of the sharia capital market as an investment tool to attract profits and seek capital. The Jakarta Islamic Index (JII) as the antithesis of the conventional capital market has challenges when carrying out investments using sharia principles, this is because securities in the form of shares are greatly influenced by macroeconomic aspects such as interest rates. So sharia share prices are very sensitive to the dynamics of interest rates. This research seeks to see the extent of the influence of interest rates on sharia share prices at JII. The method used is VECM analysis to see long-term effects. The results of this research found that the interest rate variable did not significantly influence sharia stock prices in the long term, however the results of the VECM analysis found that there was a negative relationship, meaning that there was still an influence, although not significant. So sharia share prices can still be affected by changes in conventional interest rates.*

**Keyword :** *Cointegration, Interest Rates, Sharia Shares.*

**Abstrak:** Perkembangan ekonomi islam dengan penerapan prinsip syariah dalam aktivitas ekonomi mulai dipraktekan dibidang keuangan syariah. Ini dimulai dengan berdirinya perbankan syariah kemudian diikuti oleh kemunculan pasar modal syariah sebagai sarana investasi guna menarik keuntungan dan pencarian modal. Jakarta Islamic Indeks (JII) sebagai anti tesa dari pasar modal konvensional memiliki tantangan saat melaksanakan investasi dengan prinsip syariah, ini karena efek berupa saham sangat dipengaruhi oleh aspek ekonomi makro seperti suku bunga. Sehingga harga saham syariah sangat sensitif dengan dinamikan suku bunga. Penelitian ini berusaha untuk melihat sejauh apa pengaruh tingkat suku bunga terhadap harga saham syariah di JII. Metode yang digunakan adalah melalui analisis VECM guna melihat pengaruh jangka panjang. Hasil penelitian ini menemukan bahwa variabel suku bunga tidak mempengaruhi harga saham syariah dalam jangka panjang secara signifikan meskipun demikian hasil analisis VECM menemukan terdapat hubungan yang negatif itu artinya masih terdapat pengaruh walaupun tidak signifikan. Sehingga harga saham syariah masih bisa terpengaruh dengan perubahan tingkat suku bunga konvensional.

**Kata Kunci :** *Kointegrasi, suku Bunga, Saham Syariah.*

## PENDAHULUAN

Prinsip syariah merupakan implementasi dari sistem ekonomi Islam yang telah ada ratusan tahun lampau. Masyarakat Indonesia yang merupakan komunitas muslim terbesar di dunia karena lebih dari 90% masyarakatnya merupakan penganut agama Islam, ironisnya ternyata baru mengenal mengenai prinsip syariah pada awal tahun 1990-an. Sistem ekonomi dengan prinsip syariah, baru mulai hadir di Indonesia pada awal tahun 90-an, ketika inisiatif Majelis Ulama Indonesia (MUI) berhasil mendorong berdirinya bank syariah pertama di Indonesia pada tanggal 1 Mei 1992, yaitu Bank Muamalat. Untuk memberikan arahan dan regulasi, maka juga berdiri lembaga Dewan Syariah Nasional (DSN) yang berafiliasi pada Majelis Ulama Indonesia (MUI), dimana fatwanya menjadi acuan dari pelaku ekonomi syariah dalam penerapannya. Fatwa-fatwa tersebut menjadi landasan syariah puluhan Peraturan Bank Indonesia dan Peraturan Bapepam-LK.

Kemudian, dengan dimotori oleh Bapepam-LK bekerjasama dengan PT. Danareksa Investment Management, lahirlah *Jakarta Islamic Indeks* (JII), yang dijadikan sebagai tolak ukur untuk mengukur kinerja suatu investasi pada saham dengan basis syariah. Jakarta Islamic Indeks (JII) diluncurkan pada tanggal 3 Juli 2000. JII dihitung mundur hingga tanggal 1 Januari 1995 sebagai hari dasar dengan nilai dasar 100. JII dimaksudkan untuk menjembatani investor yang ingin menginvestasikan uangnya di pasar modal pada instrumen keuangan yang halal dan tidak bertentangan dengan hukum Islam. Sesuai dengan namanya, JII hadir sebagai indeks dari saham-saham emiten yang kegiatannya dipandang tidak bertentangan dengan prinsip syariah.

Hubungan jangka panjang dan saling ketergantungan antara variabel-variabel ekonomi dan keuangan semakin menarik perhatian para peneliti dewasa ini. Jatuhnya pasar modal (stock market crash) pada bulan Oktober 1987 yang ditandai dengan jatuhnya seluruh harga saham di seluruh dunia yang dimulai dari Asia yang kemudian merembet ke Eropa, Amerika dan Japan pada waktu itu membuktikan bahwa seluruh pasar modal di seluruh dunia mempunyai saling keterkaitan dan ketergantungan satu sama lain. Disamping itu, kecenderungan saling ketergantungan dan hubungan jangka panjang antara dua atau lebih variabel ekonomi dan keuangan tidak hanya terjadi di pasar modal saja. Hubungan jangka panjang antara inflasi dengan variabel kebijakan ekonomi, harga saham dengan suku bunga, harga saham dengan inflasi adalah contoh beberapa isu yang menarik perhatian para peneliti.

Disamping itu beberapa penelitian terkait dengan variabel suku bunga terhadap indeks harga saham syariah sudah pernah dilakukan dengan beragam hasil. Beik dan Fatmawati (2014), Paramita (2016), Hakim (2018), Safany dan Setiawan (2021), hasil penelitian mereka menemukan pengaruh suku bunga terhadap Indeks saham syariah adalah negatif tetapi tidak signifikan mempengaruhi saham syariah. Sedangkan penelitian lain dilakukan oleh Amarullah & Amaliah (2021), dan Nurzain (2021) hasil penelitian menunjukkan pengaruh suku bunga terhadap harga saham negatif dan signifikan mempengaruhi harga saham. Dari hasil penelitian oleh beberapa peneliti tersebut menunjukkan suku bunga memiliki pengaruh negatif dalam artian ketika setiap kenaikan suku bunga 1% akan menurunkan harga saham 1%, tetapi hasil penelitian yang diperoleh bersifat signifikan dan tidak signifikan mempengaruhi harga saham. Sehingga Hasil ini menunjukkan kalau harga saham syariah suatu waktu bisa berfluktuasi. Hanya saja dari hasil penelitian terdahulu tidak memberikan informasi mengenai waktu harga saham berfluktuasi.

. Berdasarkan gap penelitian di atas penelitian ini mencoba mencari hubungan antara harga saham syariah dengan suku bunga konvensional yang menjadi representasi dari surat berharga Indonesia (SBI). Dari Hubungan kedua variabel yang ingin dilihat adalah bagaimana pengaruh suku bunga terhadap saham syariah dalam waktu jangka panjang.

## TINJAUAN PUSTAKA

### a. Prinsip Syariah dalam Pasar Modal

Prinsip syariah dalam pasar modal adalah penggunaan prinsip syariah dalam pasar modal, di mana setiap perdagangan surat berharga mentaati ketentuan transaksi sesuai dengan basis syariah. Prinsip syariah dalam pasar modal di Indonesia diperkenalkan pada bulan Juli 2000 ditandai dengan berdirinya *Jakarta Islamic Index*.

Investasi keuangan syariah harus disertai dengan kegiatan sektor riil atau transaksi yang mendasari (*underlying transaction*) (Auliyah dan Hamzah, 2006). Untuk itu, penciptaan instrumen investasi syariah dalam pasar modal adalah dari sekuritasi aset/proyek (*asset securitisation*) yang merupakan bukti penyertaan, sekuritasi utang (*debt securitisation*) atau penerbitan surat utang yang timbul atas transaksi jual beli (*al dayn*) atau merupakan sumber pendanaan bagi perusahaan, sekuritasi modal (*equity*

*securitisation*), merupakan emisi surat berharga oleh perusahaan emiten yang telah terdaftar dalam prinsip syariah dalam pasar modal dalam bentuk saham.

Adapun instrumen pasar modal yang sesuai dengan syariah dalam pasar perdana adalah *muqaradah/mudharabah funds*, saham biasa (*common stock*), *muqaradah/mudharabah Bonds*. Karena instrumen pasar modal tersebut diperdagangkan di pasar perdana, maka prinsip dasar pasar perdana adalah semua efek harus berbasis pada harta atau transaksi riil, tidak boleh menerbitkan efek utang untuk membayar kembali utang (*bay al dayn bi al dayn*), dana atau hasil penjualan efek akan diterima oleh perusahaan, hasil investasi akan diterima pemodal (*shohibul maal*), tidak boleh memberikan jaminan hasil yang semata-mata merupakan fungsi dari waktu (Harahap, 2001).

Sedangkan untuk pasar sekunder ada beberapa tambahan dari prinsip dasar pasar perdana, yaitu tidak boleh membeli efek berbasis trend (indeks), suatu efek dapat diperjualbelikan namun hasil (manfaat) yang diperoleh dari efek tersebut berupa kupon atau deviden tidak boleh diperjualbelikan, tidak boleh melakukan suatu transaksi murabahah dengan menjadikan objek transaksi sebagai jaminan. Adapun jenis instrumen pasar modal yang jelas diharamkan syariah adalah *preferred stock* (saham istimewa), *forward contract*, *option*. (Auliyah dan Hamzah, 2006).

#### **b. Daftar Efek Syariah**

Daftar inilah yang ditunggu-tunggu oleh para pelaku pasar modal, khususnya investor yang menghendaki kepastian dalam menginvestasikan modalnya dalam instrumen syariah. Pada hari Rabu tanggal 12 September 2007, Bapepam dan LK telah menerbitkan Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor: Kep-325/BL/2007 tentang Daftar Efek Syariah. Dikeluarkannya keputusan tersebut adalah tindak lanjut dari diterbitkannya Peraturan Nomor II.K.1 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah, lampiran Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor: Kep-314/BL/2007.

Menurut peraturan tersebut, Daftar Efek Syariah (DES) merupakan panduan investasi bagi Reksa Dana Syariah dalam menempatkan dana kelolaannya. Selain itu, Daftar Efek Syariah ini juga dapat dipergunakan oleh investor yang mempunyai keinginan untuk berinvestasi pada portofolio Efek Syariah. DES meliputi 20 (dua puluh) Efek Syariah dengan jenis sukuk/obligasi syariah, 169 (seratus enam puluh sembilan)

Efek Syariah dengan jenis saham yang dikeluarkan oleh Emiten dan 5 (lima) Efek Syariah dengan jenis saham Perusahaan Publik.

Daftar Efek Syariah disusun oleh sebuah tim yang beranggotakan pejabat dan pegawai di lingkungan Bapepam dan LK, PT. Bursa Efek Indonesia, dan anggota Dewan Syariah Nasional – Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI). Sumber data yang digunakan sebagai bahan penelaahan dalam penyusunan Daftar Efek Syariah dimaksud adalah berasal dari Laporan Keuangan Tahunan dan atau Laporan Tahunan Emiten atau Perusahaan Publik per 31 Desember 2006 serta data pendukung lainnya berupa data tertulis yang diperoleh dari Emiten atau Perusahaan Publik maupun dari pihak-pihak lainnya yang dapat dipercaya.

Secara periodik Bapepam dan LK akan melakukan review atas Daftar Efek Syariah berdasarkan Laporan Keuangan Tengah Tahunan dan Laporan Keuangan Tahunan dari Emiten atau Perusahaan Publik. Review atas Daftar Efek Syariah juga dilakukan apabila terdapat Emiten atau Perusahaan Publik yang Pernyataan Pendaftarannya telah menjadi efektif dan memenuhi kriteria Efek Syariah atau apabila terdapat aksi korporasi, informasi, atau fakta dari Emiten atau Perusahaan Publik yang dapat menyebabkan terpenuhi atau tidak terpenuhinya kriteria Efek Syariah.

### **c. Jakarta Islamic Index (JII)**

Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia no: 40/DSNMUI/X/2003, tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal menyatakan bahwa pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.

Efek syariah adalah efek sebagaimana dimaksud dalam peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal yang akad, pengelolaan perusahaan, maupun cara penerbitannya memenuhi prinsip-prinsip syariah. Emiten atau perusahaan publik yang bermaksud menerbitkan efek syariah wajib untuk menandatangani dan memenuhi ketentuan akad yang sesuai dengan syariah atas efek syariah yang dikeluarkan.

Penyusunan emiten yang termuat dalam *Jakarta Islamic Index (JII)* disusun berdasarkan prinsip yang berlandaskan syariah. Dalam Al-Qur'an, Allah SWT berfirman bahwa: "Dan sesungguhnya kebanyakan dari orang-orang yang berserikat itu sebagian

berbuat zalim kepada yang lain, kecuali orang-orang yang beriman dan beramal saleh; dan amat sedikitlah mereka ini.” (QS. Sad:24).

Emiten atau perusahaan publik yang menerbitkan efek syariah wajib menjamin bahwa kegiatan usahanya memenuhi prinsip-prinsip syariah dan memiliki *syariah compliance officer* (SCO) yaitu pihak atau pejabat dari suatu perusahaan atau lembaga yang telah mendapat sertifikasi dari DSN-MUI dalam pemahaman mengenai prinsip-prinsip syariah di pasar modal. JII sendiri diluncurkan pada tanggal 3 Juli 2000. JII dihitung mundur hingga tanggal 1 Januari 1995 sebagai hari dasar dengan nilai dasar 100. JII terdiri dari 30 saham yang sesuai dengan Syariah Islam.

Berdasarkan arahan Dewan Pengawas Syariah, jenis kegiatan utama emiten yang bertentangan dengan Syariah adalah:

1. Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
2. Usaha lembaga keuangan konvensional (ribawi) termasuk perbankan dan asuransi konvensional.
3. Usaha yang memproduksi, mendistribusi serta memperdagangkan makanan dan minuman yang tergolong haram.
4. Usaha yang memproduksi, mendistribusi dan atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.

Untuk menetapkan saham-saham yang masuk dalam perhitungan indeks JII dilakukan dengan urutan sebagai berikut (Auliyah dan Hamzah, 2006):

1. Memilih kumpulan saham dengan jenis usaha utama yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah dan sudah tercatat lebih dari 3 bulan (kecuali termasuk dalam 10 kapitalisasi besar).
2. Memilih saham berdasarkan laporan keuangan tahunan atau tengah tahunan terakhir yang memiliki rasio kewajiban terhadap aktiva maksimal sebesar 90%.
3. Memilih 60 saham dari susunan saham diatas berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar (*market capitalization*) terbesar selama satu tahun terakhir.
4. Memilih 30 saham dengan urutan berdasarkan tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan reguler selama satu tahun terakhir.

#### **d. Sertifikat Bank Indonesia sebagai Salah Satu Instrumen Moneter**

Dari instrumen BI Rate yang tingkat bunganya ditetapkan Bank Indonesia melalui Rapat Dewan Gubernur, ditetapkanlah tingkat bunga untuk instrumen yang digunakan oleh Bank Indonesia dalam memasuki pasar modal di Indonesia, yaitu Sertifikat Bank Indonesia atau SBI. Latar belakang hadirnya Sertifikat Bank Indonesia dan instrumen kebijakan moneter lainnya dari Bank Indonesia merupakan langkah BI sebagai cara untuk penguatan kebijakan moneter di Indonesia, dan sebagai salah satu dari instrumen dari kebijakan Operasi Pasar Terbuka Bank Indonesia.

SBI adalah surat berharga sebagai pengakuan utang berjangka waktu pendek dalam mata uang Rupiah yang diterbitkan oleh Bank Indonesia dengan sistem diskonto. Sebagai otoritas moneter, Bank Indonesia berkewajiban memelihara kestabilan nilai rupiah. Dalam paradigma yang dianut, jumlah uang primer (uang kartal + uang giral di Bank Indonesia) yang berlebihan dapat mengurangi kestabilan rupiah dan SBI diterbitkan dan dijual oleh Bank Indonesia untuk mengurangi kelebihan uang primer tersebut.

Dasar hukum penerbitan SBI adalah Surat Keputusan Direksi Bank Indonesia No. 31/67/KEP/DIR tanggal 23 Juli 1998 tentang Penerbitan dan Perdagangan Sertifikat Bank Indonesia serta Intervensi Rupiah. SBI diterbitkan tanpa warkat (*scripless*), dan seluruh kepemilikan maupun transaksinya dicatat dalam sarana Bank Indonesia BI-SSSS. Pembelian SBI oleh masyarakat tidak dapat dilakukan secara langsung dengan Bank Indonesia melainkan harus melalui Bank Umum serta pialang pasar uang dan pasar modal yang ditunjuk oleh Bank Indonesia. Untuk menjaga keamanan dari kehilangan atau pencurian serta untuk menghindari terjadinya pemalsuan, pihak pembeli SBI memperoleh Bilyet Depot Simpanan (BDS) sebagai bukti atas penyimpanan fisik warkat SBI pada Bank Penerbitan SBI di pasar perdana dilakukan dengan mekanisme lelang pada setiap hari Rabu atau hari kerja berikutnya (apabila hari Rabu adalah hari libur nasional); SBI diterbitkan dengan jangka waktu (tenor) 1 bulan sampai dengan 12 bulan dengan satuan unit terkecil sebesar Rp1 juta. Saat ini Bank Indonesia menerbitkan SBI dengan tenor 1 bulan dan 3 bulan. Penerbitan SBI tenor 1 bulan dilakukan secara mingguan sedangkan SBI tenor 3 bulan dilakukan secara triwulanan. Peserta lelang SBI terdiri dari bank umum dan pialang pasar uang Rupiah dan Valas. Metode lelang penerbitan SBI dilakukan dengan menggunakan 2 (dua) cara yaitu: (1) *Variabel Rate Tender* (peserta lelang mengajukan penawaran kuantitas dan tingkat diskonto SBI), dan (2) *Fixed Rate Tender*

(peserta lelang mengajukan penawaran kuantitas dengan tingkat diskonto yang ditetapkan oleh Bank Indonesia).

Dasar dari pertimbangan mengenai pemilihan Sertifikat Bank Indonesia sebagai salah satu variabel penelitian, adalah sebagai berikut:

1. Instrumen SBI sebagai variabel eksogen yang juga cukup likuid seperti saham dan merepresentasikan tingkat bunga yang tidak termasuk dalam kriteria halal oleh prinsip syariah.
2. Instrumen SBI dianggap sebagai instrumen keuangan yang bebas risiko karena dikeluarkan oleh Bank Indonesia, sehingga dipakai sebagai pembanding (*benchmark*) risiko dan imbal hasil dari kedua indeks IHSG dan JII.
3. SBI merupakan salah satu pilihan atau alternatif investasi bagi investor yang hendak menanamkan uangnya selain pada instrumen saham yang terdapat pada Bursa Efek Indonesia.

### **Penelitian Terdahulu**

Penelitian-penelitian dengan obyek prinsip syariah dalam pasar modal atau pasar modal yang berpegang pada konsep syariah di Indonesia tidak banyak dilakukan. Begitu pula, penelitian-penelitian yang menggunakan variabel-variabel indeks-indeks yang terdapat dalam prinsip syariah dalam pasar modal masih jarang dilakukan.

Satu penelitian yang mungkin bisa menjadi acuan adalah penelitian dari Irfan & Fatmawati (2014) dengan tujuan bertujuan untuk menguji pengaruh indeks harga saham syariah internasional dan variabel makroekonomi terhadap Jakarta Islamic Index (JII). Penelitian ini menggunakan metode Vector Error Correction Model (VECM), Hasil studi menunjukkan bahwa JII tidak dipengaruhi secara positif dan signifikan oleh SBI.

Penelitian lainnya adalah dari Damayanti (2014) Penelitian ini mencoba menganalisis Hubungan Jangka Panjang antara Jakarta Islamic Indeks (JII) yang terdapat di Bursa Efek Indonesia dan Suku Bunga yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia dengan menggunakan Analisis Kointegrasi. Hasil penelitian dilakukan dapat diambil kesimpulan bahwa antara kedua variabel yang diuji tidak mempunyai hubungan dalam jangka panjang (kointegrasi).

Dengan menggunakan teknik kointegrasi, JII dianalisis dengan cermat untuk mencari hubungan dalam jangka panjang dengan IHSG, kemudian untuk mencari hubungan jangka pendek digunakan metode VECM atau *Vector Error Correction Model*.



Hasil penelitian tersebut menyatakan hasil perhitungan Sharpe Ratio dan Deskripsi Statistik yang menjelaskan bahwa JII lebih berisiko namun mempunyai kinerja yang lebih baik dibandingkan dengan IHSG. Model trivariat dan bivariat kointegrasi menjelaskan bahwa JII mempunyai hubungan jangka panjang dengan IHSG dan SBI. Namun, dengan menggunakan metode VECM yang menjelaskan hubungan kausalitas dan jangka pendek menyatakan bahwa JII tidak mempunyai hubungan jangka pendek dengan IHSG dan SBI. Hal ini menyimpulkan bahwa JII lebih dipengaruhi faktor lain di pasar modal, selain IHSG dan faktor tingkat bunga yang diwakili oleh Sertifikat Bank Indonesia.

dasarkan uraian dan tujuan penelitian di atas, maka dapat dirumuskan hipotesa penelitian yang akan dibuktikan dalam penelitian ini, yaitu terdapat hubungan positif dan negatif signifikan antara variabel suku bunga (BI Rate) dan saham syariah (JII) dalam jangka panjang.

#### **METODE PENELITIAN**

Data utama yang digunakan dalam penelitian ini adalah dalam data harga saham syariah dan data suku bunga konvensional di Indonesia. Data harga saham syariah yang digunakan dalam penelitian ini adalah data harga penutupan (closing price) Jakarta Islamic Index (JII). Data suku bunga konvensional pada penelitian ini diambil dari data Sertifikat Bank Indonesia yang direpresentasi oleh suku bunga BI (BI Rate). Periode data pada penelitian ini adalah bulan april 2013 - desember 2016. penelitian ini menggunakan data bulanan dengan maksud untuk menghindari noise dan masalah yang sering muncul pada data yang bersifat harian. Mansor (2005) menjelaskan bahwa data berfrekuensi tinggi seperti data harian dan mingguan mengandung terlalu banyak noise yang disebabkan oleh masalah non-synchronous dan in-frequent trading. Disamping itu, masalah day-of-the-week effects yang juga menyebabkan data harian dan mingguan menjadi bias.

Penelitian ini menggunakan model analisis VECM, merupakan suatu model analisis konometrika yang digunakan untuk mengetahui tingkah laku variabel dalam jangka panjang.. Dalam VECM terdapat *speed of adjustment* dari jangka pendek ke jangka panjang. model VECM secara umum adalah sebagai berikut:

$$\Delta y_t = \mu_{0x} + \mu_{1x} t + a\beta y_{t-1} + \sum_{i=1}^{k-1} \tau_k \Delta y_{t-1} + \varepsilon_t$$

Dimana:

- $y_t$  : *vector* yang berisi variabel yang dianalisis dalam penelitian  
 $\mu_{0x}$  : *vector intercept*  
 $\mu_{1xt}$  : *vector* koefisien regresi  
 $t$  : *time trend*  
 $a$  : koefisien *speed of adjustment*  
 $\beta$  : *vector* kointegrasi  
 $\tau_k$  : matrix koefisien regresi  
 $k-1$  : ordo VECM dari VAR  
 $k$  : *lag*  
 $\varepsilon_t$  : *error term*

## ANALISIS DATA

### a. Uji Unit Root

Langkah awal dari penelitian data *time series* adalah dengan menguji stasioneritas dari masing-masing variabel. Pengujian stasioneritas masing-masing variabel diuji dengan menggunakan Uji ADF (*Augmented Dickey Fuller*). Hasil pengujian unit root menunjukkan semua variabel yang digunakan dalam model penelitian menunjukkan stasioner. Hasil pengujian unit root dari masing-masing variabel ditunjukkan pada tabel 1 berikut ini.

VARIABEL	T-STATISTIK	PROB.*	NILAI KRITIS MACKINON 5%
JII	-0.215702	0.6026	-1.948886
SBI	<b>1.984793</b>	<b>0.9998</b>	<b>-2.929734</b>

Dari hasil uji stasioner di atas diketahui bahwa variabel stasioner pada tingkat level adalah variabel SBI karena memiliki nilai ADF yang lebih besar dari nilai statistik (nilai kritis) *Mackinon*, sedangkan variabel lainnya tidak stasioner di level karena memiliki nilai ADF lebih kecil dari nilai kritis *Mackinon*. Hasil pengujian di atas juga menunjukkan bahwa tidak semua variabel stasioner pada Level. Untuk itu uji *unit root* dilanjutkan pada level *first difference* (level 1). Hasil pengujian unit root pada level 1 menunjukkan bahwa semua variabel signifikan setidaknya pada 5%. Dalam hal ini

pengujian kointegrasi akan sangat dibutuhkan untuk mendapatkan bahwa stasioneritas variabel secara bersama-sama.

Untuk melihat apakah data time-series tersebut stokastik, dengan uji unit root (Augmented Dickey Fuller) yang terlihat pada table 1. Sesuai dengan dugaan, hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa JII merupakan proses non-stasioner, dimana pergerakan indeks dari waktu ke waktu bergerak secara acak dan tidak dapat diprediksikan (*white noise*). Dalam literatur pasar modal, proses ini diterjemahkan sebagai tanda efisiensi sebuah pasar. Sedangkan SBI, dari beberapa pengamatan terdahulu sudah dibuktikan sebagai data stokastik. Untuk kedua data *timeseries* indeks (JII dan SBI), hasil tes ini menolak hipotesis nol bahwa stasioner terjadi pada *level*, namun terjadi setelah data dilakukan *first order difference* (lag satu) atau I(1).

**b. Uji Kointegrasi**

Pengujian kointegrasi dilakukan dengan menguji stasioneritas secara bersama terhadap seluruh variabel penelitian. Langkah yang dilakukan untuk melakukan uji ko integrasi adalah membentuk residual series dari equation OLS yang telah dilakukan sebelumnya dan kemudian melakukan Pengujian kointegrasi Johansen Test. Berikut disajikan hasil uji kointegrasi dari data yang digunakan dalam penelitian ini dengan menggunakan metode residual based test dan Johansen tes yang dirangkum pada tabel 2 dibawah ini :

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.326472	19.35884	15.49471	0.0124
At most 1	0.053495	2.364100	3.841466	0.1242

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

\*\*MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Pada tabel 2 di atas, dapat diketahui bahwa nilai Trace Statistic lebih besar dibanding nilai kritis pada tingkat keyakinan 5% sehingga dapat disimpulkan bahwa kedua variabel saling berkointegrasi. Nilai Pengujian dengan Johansen test ini juga sama dengan hasil pengujian Baset tesd di atas yang sama-sama menyatakan terdapat kointegrasi antara dua variabel, yang berarti terdapat hubungan jangka panjang.

### C. Vector Error Correction Model

Vector Error Correction Estimates

Date: 12/20/16 Time: 02:43

Sample (adjusted): 2013M07 2016M12

Included observations: 42 after adjustments

Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

Cointegrating Eq:	CointEq1
LOG(JII(-1))	1.000000
LOG(SBI(-1))	0.044380 (0.64032)

Dari hasil estimasi VECM di atas pada jangka panjang menunjukkan bahwa *BI Rate* tidak mempengaruhi JII secara signifikan, meski tanda hubungan keduanya adalah negatif. Hasil ini sama dengan temuan Damayati (2014) yang menyatakan bahwa suku bunga tidak mempunyai hubungan dalam jangka panjang (kointegrasi). SBI negatif signifikan terhadap harga saham. Terjadinya perbedaan ini dikarenakan prinsip dasar JII yang berlandaskan syariah, dimana suku bunga adalah instrumen yang tidak sesuai syariah.

### KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian maka diperoleh kesimpulan. pada jangka panjang, *BI Rate* dan SBI tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan JII. Hal ini dikarenakan prinsip dasar JII yang berlandaskan syariah, dimana suku bunga adalah instrumen yang tidak sesuai syariah. Meskipun demikian hasil riset menunjukkan bahwa *BI Rate* masih memiliki kontribusi terhadap keragaman JII sebesar 17.81 persen, meski tidak memiliki hubungan signifikan dengan JII pada jangka panjang. Formulasi ini sangat penting sehingga baik pasar saham syariah maupun pasar keuangan syariah secara umum, bisa terbebas sepenuhnya dari pengaruh suku bunga.

### DAFTAR PUSTAKA

- Amarullah, M.T., Amaliah, I. Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, dan Nilai Tukar Rupiah terhadap Indeks Harga Saham Sektor Properti dan Real Estate Yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia Periode Januari 2015 – Desember 2019. Bandung Conference Series: *Economics Studies* (vol. 2, pp. 25-34). <https://doi.org/10.29313/bcses.v2i1.503>
- Bapepam. 2007. “Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan Nomor: KEP-325/BL/2007 tentang Daftar Efek Syariah.” Bapepam – Depkeu. Jakarta.
- Beik, I. & Fatmawati (2014). Pengaruh Indeks Harga Saham Syariah Internasional dan Variabel Makro Ekonomi Terhadap Jakarta Islamic Index. 6 (2), 155-178. <https://doi.org/10.15408/aiq.v6i2.1228>
- Damayanti. 2014. “Analisis Kointegrasi Antara Saham Syariah Dan Tingkat Suku Bunga.” Jurnal.
- Hakim, Lukman. (2016). Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Saham Syariah, Studi Kasus : Negara Organisasi Kerjasama Islam. *Jurnal ilmiah mahasiswa FEB Universitas Brawijaya*, 7 (1) 50-62
- Hamzah, Ardi dan Auliyah Robiyatul. 2006. “Analisa Karakteristik Perusahaan, Industri dan Ekonomi Makro terhadap Return dan Beta Saham Syariah di Bursa Efek Jakarta.” Jurnal Simposium Nasional Akuntansi IX. Padang.
- Husnan,Suad. 2003. “Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas, Edisi Ketiga.” UPP AMP YKPN. Yogyakarta.
- Nurzain, M. (2021). Pengaruh Variabel Makro terhadap Indeks Harga Saham Syariah Periode September 2015 – Desember 2019. *Journal Riset Ilmu Ekonomi dan Bisnis* 1(2) 95-100. <https://doi.org/10.29313/jrieb.v1i2.400>.
- Paramita (2016). Analisis Pengaruh Indikator Makroekonomi, Indeks Harga Saham Gabungan, dan Bursa Saham Syariah Internasional terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. *Jurnal ilmiah mahasiswa FEB Universitas Brawijaya*, 4 (2) 140-152.
- Safani, E. R., Setiawan, I. & Tripuspitorini, F.A. (2021). Analisis Pengaruh Makroekonomi dan Kinerja Perusahaan terhadap Harga Saham Syariah pada Indeks Saham Syariah Indonesia. *Journal of Applied Islamic Economics and Finance*. 2 (1) 64-74. <https://doi.org/10.35313/jaief.v2i1.2829>.
- Winarno, Wing Wahyu.2011. “Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews” Edisi 3, UPP STIM YKPN.

<http://yahoo.finance.com>