

ANALISIS RESPONSIVITAS BURSA SYARIAH OLEH VARIABEL MAKRO EKONOMI

Oleh

Yoghi Citra Pratama

Dosen Ekonomi pada Program Studi Ilmu Ekonomi dan Studi Pembangunan

UIN Syahida Jakarta

yoghi@uinjkt.ac.id

ABSTRACT

The objectives of this study are to analyze the stock response because of M2, exchange rate Rupiah to Dollar and Rate of SBI. The data used in this study are monthly time series data from January 2006 – May 2012. Those data are JII, M2, exchange rate Rupiah to Dollar and Rate of SBI. Research method used in this study is Vector Error Correction Model (VECM). The cointegration test indicates that among research variables there is long term equilibrium and simultaneous relationship. The Empirical result of Impulse Response show that the effect of SBI discount rate and M2 is negative and the effect of exchange rate is positive. The result on variance decomposition test, show that the most effect of JII shock is influenced by JII itself.

Key Words : JII, M2, exchange rate Rupiah to Dollar and Rate of SBI. , VECM

1. PENDAHULUAN

Keberadaan bursa efek dalam ekonomi Islam hampir sama dengan ekonomi konvensional yaitu untuk memfasilitasi pihak yang membutuhkan dana dengan pihak yang kelebihan dana. Dalam ekonomi Islam di mana memberikan bunga dilarang dan ada partisipasi langsung dalam bisnis dengan risiko dan keuntungan yang dibagi, kehadiran pasar modal yang berfungsi dengan baik sangat penting. (Rivai dan Firmansyah, 2010)

Dalam upaya mewujudkan terciptanya investasi berdasarkan syariah dan pengembangan pasar modal syariah, maka Bursa Efek Jakarta (BEJ) bersama dengan PT. Danareksa Investment Management (DIM) telah meluncurkan Indeks saham syariah atau yang kita kenal dengan Jakarta Islamic Index (JII) pada tahun 2000. Peluncuran JII dimaksudkan untuk digunakan sebagai tolak ukur (*Benchmark*) untuk mengukur kinerja suatu investasi pada saham dengan basis syariah dan diperuntukkan kepada investor yang ingin menanamkan modal sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.

Tahun 2008 sampai dengan tahun 2009 merupakan tahun yang penuh tantangan bagi sistem keuangan tidak terkecuali bagi sistem keuangan syariah, baik domestik maupun global karena pada tahun tersebut dunia dilanda oleh krisis keuangan global. Krisis yang bermula dari *subprime mortgage* di Amerika Serikat telah mengganggu stabilitasi sistem keuangan global, yang efeknya bahkan sampai ke negara-negara di Asia Tenggara, termasuk Indonesia. Banyak lembaga keuangan internasional maupun domestik, mengalami kesulitan likuiditas akibat terlalu dalamnya mereka terlibat di dalam sektor derivatif keuangan. Selain itu juga krisis global juga mengakibatkan kontraksi pada sistem ekonomi makro Indonesia. Dimana pertumbuhan ekonomi menurun dari 6,3% pada akhir 2007 menjadi 6,1% pada akhir 2008. Dan di perkirakan tahun 2009 ini menurut Bank Indonesia pertumbuhan ekonomi juga akan terkoreksi menjadi 4,3%. Inflasi mencapai tingkat tertingginya yaitu 12.07% pada September 2008 yang sejak 2007 selalu berada dibawah kisaran 10%. (Bank Indonesia, 2008).

Tabel 1.1
Perkembangan JII, KURS, M2, dan Suku Bunga SBI

Tahun	JII	M2(miliar)	Kurs	SBI (%)
2006	311.28	1382493	9020	9.75
2007	493.01	1649662	9419	8
2008	216.19	1895839	10950	10.83
2009	417.18	2073860	9365	6.45
2010	532.9	2471206	8991	6.26
2011	537.03	2877220	9068	5.04
2012 (Mei)	525.05	2992057	9565	4.24

Sumber: Bank Indonesia dan Yahoo Finance

Dari table 1.1 diatas terlihat bahwa guncangan terbesar JII terjadi pada tahun 2008 dimana JII mencapai nilai terendahnya dalam tiga tahun terakhir yaitu sebesar 216.19 hal ini diindikasikan karena JII juga ikut terimbas dari dampak krisis keuangan global yang terjadi di Amerika Serikat. Variabel makro lainnya juga ikut berkontraksi dimana rupiah mencapai titik terendahnya yaitu Rp 10950 per dollar AS pada tahun 2010 dan suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) mencapai titik tertingginya yaitu 10.83%. Hanya variabel Jumlah Uang beredar dalam arti luas (M2) yang konsisten mengalami pertumbuhan. Ada pola yang sama dari variabel JII, suku bunga SBI dan Kurs berdasarkan tabel diatas, yaitu mereka mengalami guncangan pada tahun 2008 akibat dari krisis keuangan global.

Keterkaitan variable makro dengan indeks saham, banyak dijelaskan oleh penelitian-penelitian sebelumnya seperti dalam penelitian Humpe, Andreas dan Peter Macmillan, (2006) yang menganalisis kointegrasi hubungan jangka panjang antara harga saham dan *money supply* di Amerika Serikat dan Jepang. Hasil penelitian menunjukkan di Jepang, harga saham dipengaruhi secara positif oleh sektor industri dan dipengaruhi negatif oleh *money supply*. Selain itu sektor industri dipengaruhi secara negatif oleh indeks harga konsumen dan suku bunga jangka panjang. Sedangkan di Amerika Serikat, harga saham mempunyai hubungan yang positif dengan sektor industri

dan berpengaruh negatif terhadap indeks harga konsumen dan suku bunga jangka panjang.

Manurung (1996) dalam penelitiannya mengatakan bahwa ada lima variabel yang menjelaskan indeks BEJ secara signifikan, yakni tingkat suku bunga, kurs dollar, inflasi, transaksi berjalan, dan perubahan uang beredar.

Perubahan atau berfluktuasinya variabel ekonomi makro akan mengubah kondisi ekonomi makro suatu negara. Hal ini tercermin dalam kondisi saat ini dimana pada saat krisis global yang menghampiri Indonesia pada akhir tahun 2008, telah membuat berbagai indikator makro berkontraksi. Perubahan ini akan membawa berbagai macam dampak bagi perekonomian negara tersebut, antara lain *multiplier effectnya* terjadi pada pertumbuhan aset, *saving*, investasi, dan aktivitas pasar Modal.

Dalam ekonomi konvensional fungsi investasi dipengaruhi oleh variabel makro, terutama suku bunga, dengan pendekatan ekonomi konvensional selain investasi bersifat *autonomous*, maka terdapat pula investasi yang dipengaruhi oleh variabel suku bunga atau *interest*. Terdapat berbagai macam instrumen variabel makroekonomi lainnya seperti inflasi, dan *kurs* yang sangat berhubungan erat dengan *interest* (Merancia, 2010).

Variable makro seperti kurs atau valuta asing merupakan salah satu alternatif investasi bagi masyarakat yang memiliki

kelebihan dana. Dengan melakukan investasi dalam bentuk valas investor dapat memperoleh keuntungan dari terjadinya kenaikan kurs. Kurs valas juga dapat mempengaruhi arus kas perusahaan yang pada akhirnya dapat mempengaruhi JII. Bagi perusahaan yang sudah *go public* yang mempunyai orientasi ekspor dengan suplai bahan baku local, maka apabila terjadi apresiasi mata uang asing akan memberikan keuntungan bagi perusahaan tersebut. Dengan jumlah valas yang sama perusahaan akan memperoleh jumlah mata uang local yang lebih banyak apabila dikonversikan (Baroroh, 2011).

Berdasarkan latar belakang tersebut maka dalam penelitian ini akan meneliti tentang responsivitas Bursa Syariah yang proksikan Jakarta Islamic Index oleh variabel makro ekonomi yang diproksikan oleh Jumlah uang beredar dalam arti luas (M2), Kurs Rupiah terhadap Dollar AS, dan Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI).

2. METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini merupakan jenis penelitian deskriptif- korelasional (kausal) yang akan menjelaskan adakah hubungan dan seberapa besar pengaruh tiap-tiap variabel bebas yaitu variabel makro ekonomi (M2, Kurs, Suku Bunga SBI) terhadap variabel terikatnya yaitu Jakarta Islamic Index (JII). Apakah pengaruhnya positif atau negatif. Penelitian deskriptif merupakan penjelasan karakteristik, mengetahui profil, dan menjelaskan aspek yang relevan dari fenomena terhadap objek penelitian (Nasution dan Usman, 2007).

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

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

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

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

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

Model yang di gunakan adalah:

$$\text{Model } \ln_JII = \alpha + \ln_KURS + \ln_M2 + SBI + \epsilon$$

Keterangan:

\ln_JII = pertumbuhan Jakarta Islamic Indeks

\ln_Kurs = perubahan Kurs rupiah terhadap dollar AS

\ln_M2 = pertumbuhan Jumlah uang Beredar dalam arti Luas

SBI = Suku Bunga SBI

α = *intercept* atau konstanta

β = koefisien regresi 1...4

ϵ = *standard error*

3. ANALISA DAN PEMBAHASAN

3.1 Uji Akar Unit (Unit Root Test)

Pada tahap pertama karekteristik data

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

Pengujian kestasioneran data time series merupakan syarat utama dalam melakukan uji kointegrasi, bila satu data time series tidak stasioner maka model tersebut akan

mengalami masalah unit root, sehingga dalam mengatasinya dilakukan uji unit root (unit root test).

Dalam penelitian ini uji akar unit dilakukan dengan menggunakan metode *Augmented Dickey Fuller Test* (ADF test). Variabel yang memiliki nilai lebih kecil dibandingkan dengan *Mc Kinnon*-nya maka variable tersebut telah stasioner. Pengujian akar unit juga dapat ditentukan oleh nilai critical value nya, apabila nilai ADF nya lebih besar dari nilai critical valuenya maka variable tersebut Stasioner, sebaliknya apabila jika nilai ADF nya lebih kecil dari nilai Critical value (CV) 5% maka data tersebut tidak stasioner

Hasil dari pengujian akar unit dapat dilihat dari tabel berikut

Tabel 3.1
Uji Augmented Dickey Fuller

No	Variabel	Level		Ho = Tidak stasioner Ha = Stasioner
		ADF test	CV 5%	
1	LNJII	-1.953144	-2.900670	Tidak stasioner
2	LNKURS	-1.957714	-2.900137	Tidak stasioner
3	LN2	-0.006858	-2.900137	Stasioner
4	SBI	-1.939692	-2.900670	Tidak Stasioner

Tabel diatas menunjukkan hasil uji akar unit dengan menggunakan ADF Test. Data table diatas diketahui tiga variable tidak stasioner pada tingkat level, hanya satu variable yang stasioner pada tingkat level yaitu variable M2, hal tersebut ditunjukkan oleh nilai $ADF > CV$ 5%. Dengan kata lain

tiga variable mengalami masalah akar unit, oleh karena itu perlu dilanjutkan dengan uji derajat integrasi pertama, dan semua variable harus berada pada derajat integrasi yang sama, maka variable M2 juga harus diuji lagi pada derajat pertama.

Tabel 3.2
Uji Augmented Dickey Fuller (First Differencing)

No	Variabel	Level		Ho = Tidak stasioner Ha = Stasioner
		ADF test	CV 5%	
1	LNJII	-6.315602	-2.900670	Stasioner
2	LNKURS	-7.319622	-2.901217	Stasioner
3	LN2	-8.422117	-2.901217	Stasioner
4	SBI	-4.494539	-2.900670	Stasioner

Dari tabel diatas dapat diketahui bahwa nilai ADF lebih besar dari nilai Critical value, maka data dari variable diatas dapat disimpulkan sudah stasioner secara keseluruhan.

3.2 Penetapan Lag Optimal

Tahap berikutnya adalah penetapan lag optimal. Penetapan lag optimal sangat penting karena variable independent yang digunakan tidak lain adalah lag dari variable endogennya. Penetapan lag optimal dilakukan dengan berdasarkan pada nilai schwartz information criterion (AIC).

Pemilihan lag optimal dilakukan sebelum uji kointegrasi, hal ini penting dilakukan sebelum mengestimasi model *Vector Autoregressive* (VAR) (Gujarati, 2007). Pemilihan panjang lag optimal dalam model VAR terutama untuk menghindari adanya serial korelasi antara error term dengan variable endogen dalam model yang dapat mengakibatkan estimator menjadi tidak konsisten. Untuk menetapkan lag optimal dapat dilakukan dengan menggunakan nilai *Akaike information criteria* (AIC), *Final Prediction Error* (FPE), *Hamman-Quinn Information Criterion* (HQ), dan *Schwarz Information Criteria* (SC) yang terkecil.

Tabel 3.3
Uji Lag Length

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	49.22606	NA	3.23e-06	-1.292173	-1.163688	-1.241137
1	411.0062	671.8774	1.65e-10	-11.17161	-10.52918	-10.91643
2	445.3054	59.77851*	9.86e-11*	-11.69444*	-10.53807*	-11.23511*
3	460.4937	24.73536	1.02e-10	-11.67125	-10.00094	-11.00778
4	474.9733	21.92614	1.09e-10	-11.62781	-9.443555	-10.76020
5	483.8585	12.43934	1.39e-10	-11.42453	-8.726334	-10.35277
6	503.6388	25.43183	1.31e-10	-11.53254	-8.320402	-10.25664
7	520.6680	19.94851	1.38e-10	-11.56194	-7.835866	-10.08190

Dalam penelitian ini besarnya lag yang dipilih adalah berdasarkan nilai SC terkecil. Dan dari table diatas diketahui bahwa semua tanda bintang menunjukkan pada lag 2. Hal ini menunjukkan bahwa lag optimal yang direkomendasikan adalah lag 2.

3.3 Uji Kausalitas Granger

Uji Kausalitas Granger dilakukan untuk mengetahui ada tidaknya hubungan dua arah antar variabel.

Tabel 3.4
Rangkuman Hasil Uji Kausalitas Granger

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
KURS does not Granger Cause JII	75	2.40562	0.0976
JII does not Granger Cause KURS		5.98765	0.0040
M2 does not Granger Cause JII	75	1.43429	0.2452

JII does not Granger Cause M2		0.96833	0.3847
SBI does not Granger Cause JII	75	2.87989	0.0628
JII does not Granger Cause SBI		3.50535	0.0354
M2 does not Granger Cause KURS	75	0.55596	0.5760
KURS does not Granger Cause M2		4.33915	0.0167
SBI does not Granger Cause KURS	75	0.45862	0.6340
KURS does not Granger Cause SBI		2.17679	0.1210
SBI does not Granger Cause M2	75	0.12504	0.8827
M2 does not Granger Cause SBI		4.42245	0.0155

Dari uji kausalitas Granger diatas dapat disimpulkan bahwa tidak ada hubungan dua arah (saling mempengaruhi) diantara variable yang diajukan dalam model VECM

3.4 Uji Kointegrasi

Salah satu pendekatan yang dapat digunakan dalam uji kointegrasi adalah dengan metode Johansen. Uji kointegrasi

metode Johansen digunakan dalam uji kointegrasi dengan model Multivariat. Uji ini dapat dianalisis melalui model VAR dengan ordo P yang ditunjukkan dengan persamaan $Y_t = A_1 Y_{t-1} + \dots + A_p Y_{t-p} + B \pi + \epsilon$

Di mana

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

π : vector-d pada variable deterministik

ϵ : vector inovasi

Tabel 3.5
Uji Kointegrasi Johansen

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized	Trace	0.05		
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.388189	69.82480	63.87610	0.0145
At most 1	0.213322	32.97495	42.91525	0.3377
At most 2	0.114500	14.97971	25.87211	0.5762
At most 3	0.075153	5.859514	12.51798	0.4784

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

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.388189	36.84985	32.11832	0.0122
At most 1	0.213322	17.99524	25.82321	0.3776
At most 2	0.114500	9.120193	19.38704	0.7120
At most 3	0.075153	5.859514	12.51798	0.4784

Max-eigenvalue 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

Berdasarkan uji kointegrasi di atas data variable pada model, yang ditunjukkan pada table diatas terdapat satu persamaan kointegrasi pada taraf signifikan 5%. Hal ini ditunjukkan dari nilai Trace dan Max Eigen yang lebih besar dari nilai critical valuenya Maka antar variable JII dengan M2, Kurs, dan SBI, memiliki sifat linear combination yang bersifat stasioner (kointegrasi). Adanya kointegrasi menunjukkan terdapat hubungan jangka panjang antar Variable tersebut.

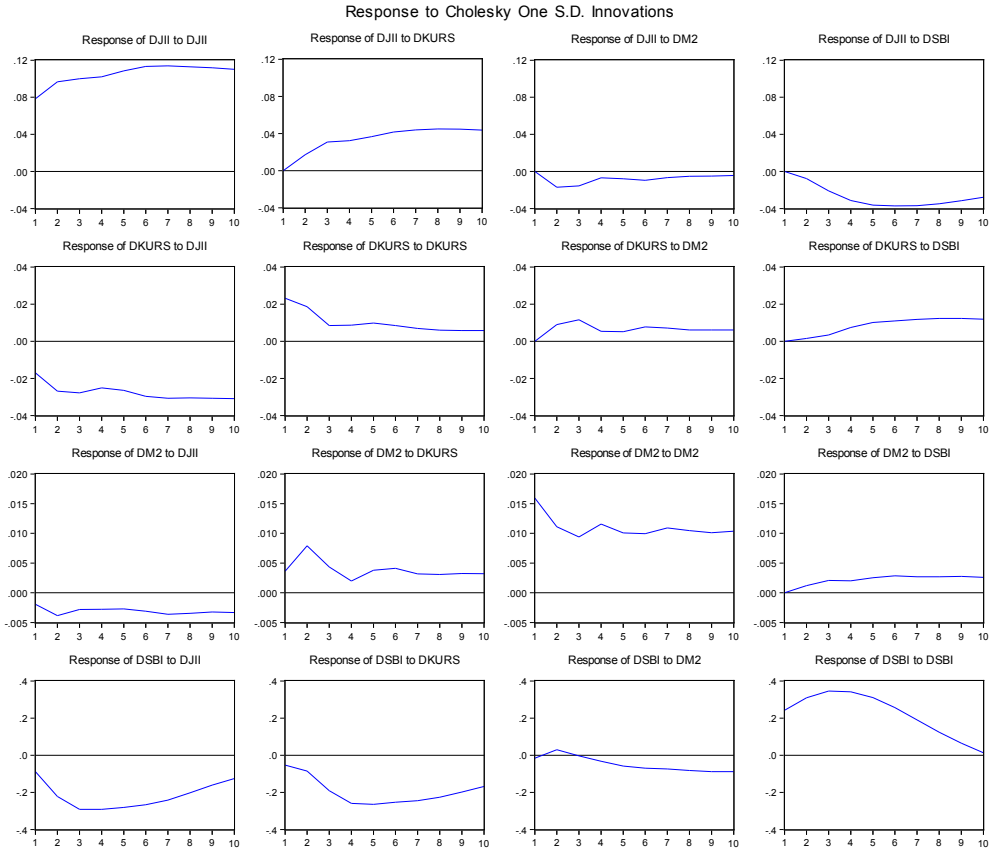
3.5 Estimasi VECM

Perilaku dinamis dari model VECM dapat dilihat melalui respons dari setiap variable endogen terhadap kejutan pada variable tersebut maupun terhadap variable endogen lainnya. Ada dua cara untuk dapat melihat karakteristik dinamis model VECM, yaitu melalui IRF function dan Variance Decomposition. Sebelum mengaplikasikan dan menganalisis model VECM, maka perlu ditentukan panjang lag. Lag optimal jika model memiliki akaike AIC dan Schwartz SC yang terkecil, tetapi metode ini memiliki kelemahan yaitu seringkali terjadi setiap pengurangan lag akan menghasilkan nilai akaike AIC dan Schwartz SC yang lebih kecil. Adanya kelemahan ini didasarkan pada pendekatan stok yaitu $k = N^{1/3}$, maka lag yang digunakan adalah lag 2

3.6 Impulse Response Function

Impulse Response adalah respon variable endogen akibat adanya inovasi (kejutan) dari variable endogen yang lain. Dengan menggunakan analisis impuls response dapat disimulasikan dampak perubahan salah satu variable independen terhadap fluktuasi variable dependennya pada masa yang akan datang.

Hasil pengolahan impuls respon pada gambar diatas yaitu pada kolom kedua baris pertama menunjukkan pada awalnya variable makro Kurs tidak direspon oleh JII namun pada periode kedua dan seterusnya menunjukkan bahwa JII merespon Kurs secara positif. Pada kolom ketiga baris pertama M2 pada awalnya tidak direspon oleh JII namun pada periode kedua JII merespon guncangan M2 secara negative dan cenderung membawa JII pada respon positif dalam keseimbangan jangka panjangnya. Pada kolom keempat baris pertama SBI pada awalnya tidak direspon oleh JII namun pada periode kedua JII merespon guncangan SBI secara negatif. Pada umumnya variable diatas memberikan kecenderungan membawa JII pada titik keseimbangan baru.



Gambar 3.1 Impulse Response Function

3.7 Variance Decomposition

Analisis dekomposisi varian berfungsi untuk mengetahui setiap besarnya peran guncangan dalam menjelaskan variabilitas atau dinamika suatu variable. Dinamika suatu variable dapat dianalisis dengan menggunakan dekomposisi ragam kesalahan peramalan yang di orthogonalisasi (Orthogonalized forecast error variance decomposition/FEVD). Dekomposisi varian merupakan metode lain dari sistem dinamik dengan menggunakan analisis VAR/VECM. Jika respon terhadap

guncangan menunjukkan efek dari sebuah kebijakan (Shock) variable endogen terhadap variable lain maka dekomposisi varian (ragam peramalan), akan menguraikan inovasi pada sebuah variable endogen terhadap guncangan variable lain didalam VAR.

Tabel 3.7
Hasil Uji Variance Decomposition

Period	S.E.	Variance Decomposition of DJII:			
		DJII	DKURS	DM2	DSBI
1	0.078458	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.127031	95.99291	1.813326	1.826217	0.367550
3	0.166712	91.76560	4.480034	1.946479	1.807889
4	0.200719	89.16557	5.683611	1.458542	3.692279
5	0.234040	87.06212	6.624655	1.190235	5.122991
6	0.266132	85.47390	7.553440	1.049542	5.923119
7	0.295153	84.35614	8.356635	0.904522	6.382701
8	0.321129	83.61329	9.017798	0.790111	6.578805
9	0.344472	83.21111	9.522714	0.707423	6.558755
10	0.365358	83.05459	9.895045	0.642789	6.407576

Tabel diatas menjelaskan tentang variance decomposition dari variable DJII, yaitu variable apa saja dan seberapa besar variable tersebut mempengaruhi variable DJII. Pada periode pertama varabel DJII dipengaruhi oleh variable itu sendiri (100%). Namun pada periode selanjutnya pengaruh DJII terhadap DJII itu sendiri berkurang. Pada periode kedua variable yang terbesar mempengaruhi variable DJII selain variable DJII itu sendiri adalah DM2 yang memberikan pengaruh sebesar 1,82% periode selanjutnya pengaruh DJII berkurang secara bertahap terhadap variable itu sendiri, hingga pada periode ke-10 pengaruh DJII terhadap dirinya sendiri menjadi 83,05 % . variable yang mempengaruhi DJII terbesar kedua pada periode ke-10 adalah variable DKurs yang memiliki pengaruh sebesar 9,89 % dan yang memberikan pengaruh terkecil pada DJII adalah DM2 yang memberikan pengaruh sebesar 0,64% .

4. KESIMPULAN

Hasil pengolahan *impuls respon function* pada gambar diatas menunjukkan secara umum tersebut menunjukkan bahwa pengaruh variable makro yang di proxykan oleh M2, Kurs dan Suku Bunga SBI tidaklah besar. Pada umumnya variable diatas

memberikan respon negative terhadap JII dan hanya kurs yang direspon positif oleh JII serta memiliki kecenderungan membawa JII pada titik keseimbangan baru

Berdasarkan *variance decomposition* diatas dapat disimpulkan bahwa variable JII dipengaruhi oleh variable itu sendiri dari periode pertama sampai periode ke-10. Pengaruh variable lain seperti M2, Kurs dan Suku Bunga SBI tidak memberikan pengaruh yang signifikan sampai periode kesepuluh karena nilainya dibawah 10%.

Fenomena ini menunjukkan bahwa pasar modal syariah yang diproxikan oleh JII lebih stabil oleh pengaruh guncangan variable makro, ini dapat menjadi catatan bagi stakeholder pasar modal untuk lebih memperhatikan lagi dan memperkuat eksistensi dan peran pasar modal yang berbasiskan syariah seperti JII dalam pasar modal nasional, sehingga pasar modal syariah dapat memberikan kontribusi yang signifikan didalam perkembangan dan pertumbuhan ekonomi, khususnya dalam sektor keuangan.

DAFTAR PUSTAKA

Achsein, I.H. (2000). *Investasi Syariah di Pasar Modal: Menggagas Konsep dan Praktek Manajemen Portfolio*

- Syariah.** Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Al-Zarqa, A. (1992). **An Islamic Perspective on Economics of Discounting in Project Evaluation.**
- Baroroh, Utami.(2011). **Analisis Pola Dampak Dinamis return Saham Akibat Guncangan (Shock) pada Variable Makro Ekonomi Indonesia.** Jakarta : Jurnal Esensi Vol 2 FEB UIN .
- Case, K.E & Fair, R.C. (2007). **Prinsip-Prinsip Ekonomi.** Jakarta: Penerbit Erlangga..
- Ghazali, Sheikh, Abod, Sheikh, Omar, Syed, Agil, Syed & Ghazali, H.A. (1992). **An Introduction to Islamic Finance.** Malaysia: Quill Publishers.
- Gunarto, E. (2000) **Pengaruh Suku Bunga dan Inflasi Pada Indeks Harga** Jakarta: Karya Akhir Program Magister Akuntansi Universitas Indonesia.
- Handayani, M. (2005). **Analisis Perbandingan Risiko dan Imbal Hasil Jakarta Islamic Index (JII) Terhadap IHSG, LQ45, dan SBI Periode 2001-2004.** Jakarta: Karya Akhir Program Magister Akuntansi Universitas Indonesia.
- Huda, N & Nasution, M.E. (2008) **Investasi Pada Pasar Modal Syariah.** Jakarta: Kencana Prenada Media Group.
- Iqbal, Z. (1997). **Islamic Financial System. Finance and Development.**
- Johannes, R. (2000) **Pengaruh Krisis Moneter di Indonesia terhadap Kinerja Bisnis Properti dan Harga Perdagangan 20 Sampel Saham Properti Pada Bursa Efek Jakarta.** Jakarta: Karya Akhir Program Magister Manajemen Universitas Indonesia.
- Jones, C.P. (2002). **Investments: Analysis and Management.** 8th Edition. New York: John Willey & Sons, Inc.
- Juanda, B & Junaidi (2012). **Ekonometrika Deret Waktu Teori dan Aplikasi.** Bogor IPB Press
- Karim, A. (2007). **Ekonomi Makro Islami.** Jakarta : Rajawali Pers.
- Komariyah, O. (2005). **Analisis Pengukuran Risiko Harga Saham Syariah Dengan Pendekatan Model Variance Covariance dan Historical Simulation.** Jakarta: Tesis Program Pascasarjana PSKTTI-UI.
- Mannan, M A. (1993). **Understanding Islamic Finance: A Study of the Security Market in an Islamic Framework.** Research Paper. Jeddah: Islamic Research and Training Institute of IDB.
- Manurung, Adler Haymans. (1996). **Pengaruh Variabel Makro, Investor Asing, Bursa yang Telah Maju Terhadap Indeks BEJ.** Jakarta: Tesis Program Pascasarjana Ilmu Ekonomi Universitas Indonesia.
- Marshall, J.F. (1994). **Investment Banking and Brokerage: New Rules of the Game,** Probus pub.
- Merancia, Alfin. (2010). **Pengaruh Variabel Makro Ekonomi Dan Indeks Regional Terhadap Risiko Jakarta Islamic Index (Jii) Dan Indeks Harga Saham Gabungan(IHSG).** Jakarta: Tesis Program Pascasarjana Ilmu Ekonomi Universitas Indonesia
- Metwally. (1995). **Teori dan Praktik Ekonomi Islam.** Jakarta: Bangkita Daya Insani.
- Muslich, M. (2007). **Manajemen Risiko Operasional, Teori dan Praktik.** Jakarta : PT. Bumi Aksara.
- Nachrowi, N.D & Usman, H. (2006). **Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan.** Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Obaidullah, M. (1997). **Islamisation and Stock Market Efficiency.** New Horizon.
- Prakoso, B. (2007). **Korelasi Antara Variabel Ekonomi Makro dengan Jakarta Islamic Index dan Indeks Harga Saham Gabungan di Bursa**

- Efek Jakarta (Periode 2001-2005).** Jakarta: Program Magister Manajemen Universitas Indonesia.
- Reilly, F. and Edgar, A.N. (1995). **Investments. Fourth Edition.** Orlando : The Dryden Press.
- Rivai, Veitzhal. Dkk (2010). **Islamic Financial Management.** Jakarta: Ghalia Indonesia
- Sharpe, W.F. dkk. (1995). **Investasi.** (Edisi Bahasa Indonesia) Vol. I. Jakarta: Prenhallindo.
- Shepherd, W.G.Jr. (1996) **Integrating Islamic & Western Finance.** Global Finance.
- Sudarsono, H. (2003). **Bank dan Lembaga Keuangan Syariah: Deskripsi dan Ilustrasi.** Yogyakarta: Ekonisia Kampus FE UII.
- Tandelilin, E. (2001). **Analisis Investasi & Manajemen Portofolio.** Yogyakarta: BPFE.
- Website :
Bank Indonesia, www.bi.go.id
Bursa Efek Indonesia, www.idx.co.id
Yahoo Finance, www.yahoo.com