



Efek Makroekonomi Terhadap Imbal Hasil Aktual Saham Jakarta Islamic Index (JII) Periode 2014 -2020

Della Ayu Anggraeni, Sobar M. Johari*

Program Studi Ekonomi Syariah, Universitas Muhammadiyah Yogyakarta, Indonesia

*Correspondence: Sobar M Johari

Email: sobar@umy.ac.id

Received: 12 Jan 2024

Accepted: 30 Mar 2024

Published: 31 Mar 2024



Copyright: © 2024 by the authors. Submitted for open access publication under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license

(<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

Abstrak: Faktor makroekonomi di Indonesia diharapkan dapat mempengaruhi minat investor dalam berinvestasi saham Jakarta Islamic Index dan meningkatkan return berdasarkan pergerakan harga saham. Untuk mencapai hal tersebut, penelitian ini melakukan upaya untuk menguji efek dan hubungan variabel makroekonomi di proksikan oleh inflasi, BI Rate, Nilai Tukar IDR-USD, Cadangan Devisa, Utang Luar Negeri Indonesia terhadap imbal hasil aktual saham Jakarta Islamic Index (JII) tahun 2014-2020. Metodologi penelitian kuantitatif eksplanatif menggunakan analisis Vector Auto Regression (VAR) atau Vector Error Correction Model (VECM) dengan software Eviews 10. Hasil penelitian menunjukkan inflasi dan BI Rate serta Cadangan Devisa tidak signifikan mempengaruhi biaya operasional dan beban utang perusahaan sehingga tidak berdampak pada return JII. Adapun Nilai Tukar IDR-USD dan Utang Luar Negeri berpengaruh signifikan terhadap return JII yang mana semakin besar nilainya semakin mendorong pelemahan IHSG. Hal tersebut masih dapat ditangani dengan kestabilan ekonomi nasional sehingga tidak memberikan dampak signifikan pada indeks saham JII di Bursa Efek Indonesia.

Kata kunci: Makroekonomi, Return JII, Cadangan Devisa, Utang Luar Negeri Indonesia, VECM

Pendahuluan

Investasi di Indonesia berkembang baik yang salah satunya ditandai dengan meningkatnya kinerja *Jakarta Islamic Index* (JII). *Jakarta Islamic Index* didefinisikan oleh (Ash-shiturtudiq & Setiawan, 2015) adalah salah satu indeks saham di Indonesia yang menghitung harga rata-rata 30 jenis saham ber kriteria syariah paling likuid dengan kapitalisasi pasar besar yang tercantum dalam Dewan Pengawas Syariah dan Peraturan Bapepam serta LK no IXA.A.13. Saham JII bergerak fluktuatif dari tahun 2014 hingga 2020 dan meningkat sebesar 0,78%. Penurunan ini disebabkan pemilu presiden 2014 dan pandemi *covid-19*.

Dalam menentukan alternatif investasi terdapat dua faktor yaitu faktor internal dan faktor eksternal. Faktor internal merupakan faktor yang berasal dari manajemen perusahaan dan dapat diatasi oleh perusahaan itu sendiri. Sedangkan faktor eksternal merupakan faktor dari luar dan sulit diatasi oleh perusahaan seperti makroekonomi. Makroekonomi berpengaruh besar terhadap fluktuasi *return* melalui pergerakan harga

saham. Faktor makroekonomi yang mempengaruhi harga saham antara lain inflasi, *BI rate*, nilai tukar IDR-USD, cadangan devisa, dan utang luar negeri.

Inflasi adalah peningkatan harga-harga secara umum yang menyebabkan menurunnya daya beli uang. Inflasi berdampak negatif pada harga saham perusahaan karena naiknya biaya *output* sehingga profitabilitas rendah. Rendahnya laba akan mengakibatkan berkurangnya minat investor sehingga menurunkan harga saham dan *return* (Tandelilin, 2010:342) (dalam Diana & Putu Martini Dewi, 2019).

BI rate adalah harga dari pinjaman. Suku bunga tinggi akan menyebabkan investor menarik dananya pada saham dan menginvestasikannya pada instrument lain (Sunariyah, 2003) (dalam Hermuningsih, 2018). Nilai tukar menurut (Hanafi, 2014:226) sebagai nilai suatu mata uang relatif terhadap mata uang lain. Peningkatannya turut meningkatkan profitabilitas perusahaan dan meningkatkan harga saham sehingga *return* yang diperoleh investor tinggi.

Cadangan devisa didefinisikan oleh (Mayfi & Rudianto, 2014) merupakan sejumlah dana valuta asing yang dicadangkan Bank sentral untuk berjaga-jaga guna memenuhi berbagai keperluan pembiayaan dan kewajiban negara yang bersangkutan. Cadangan devisa sebagai alat ukur pendapatan negara. Cadangan devisa yang tinggi akan meningkatkan pendapatan negara sehingga neraca pembayaran surplus dan meningkatkan perdagangan saham domestic.

Utang luar negeri didefinisikan oleh (Setyawan et al., 2018) sebagai pinjaman yang diberikan kepada debitur oleh kreditur yang diperoleh dari luar negara debitur. Utang luar negeri akan meningkatkan investasi seiring terpenuhinya kebutuhan domestik. Namun, pada jangka panjang utang luar negeri dapat menimbulkan inflasi.

Menurut penelitian yang dilakukan oleh (Ash-shiturtudiq & Setiawan, 2015) menunjukkan inflasi dan nilai tukar IDR-USD dapat meningkatkan biaya produksi barang dan jasa sehingga menurunkan laba perusahaan yang berdampak pada penurunan deviden dan *return*. Kemudian, penelitian yang dilakukan oleh (Mikial, 2019) menunjukkan *return* saham dipengaruhi oleh kapitalisasi indeks saham. Penelitiannya juga mengindikasikan bahwa investor tidak menggunakan cadangan devisa sebagai parameter untuk memprediksi *return*. Penelitian lain yang dilakukan oleh (Fatmawati, 2015) mengatakan utang luar negeri dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi yang diikuti meningkatnya indeks saham.

Peristiwa pergantian presiden dan pandemi *covid-19* telah memunculkan efek pada ekonomi terutama pada makroekonomi yang juga mempengaruhi imbal hasil aktual saham *Jakarta Islamic Index* (JII). Dengan demikian, dirumuskan masalah dalam penelitian ini adalah "Bagaimana efek makroekonomi terhadap imbal hasil aktual saham *Jakarta Islamic Index* (JII) periode 2014-2020 ?".

Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan metodologi penelitian kuantitatif dengan model ekonometrika. Populasi dalam penelitian ini yakni inflasi, *BI rate*, nilai tukar IDR-USD,

cadangan devisa, utang luar negeri Indonesia, dan *return* JII. Adapun sampelnya ialah inflasi, *BI rate*, nilai tukar IDR-USD, cadangan devisa, utang luar negeri Indonesia, dan *return* saham JII 2014-2020. Kriteria saham yang dijadikan sampel ialah perusahaan yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index* 2014-2020 ditunjukkan pada tabel 1 di bawah ini.

Tabel 1. Daftar Saham Tetap Jakarta Islamic Index (JII) Periode Januari 2014 - Januari 2020

No	Kode	Nama Emiten
1	ADRO	Adaro Energy Tbk.
2	AKRA	AKR Corporindo Tbk.
3	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk.
4	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.
5	KLBF	Kalbe Farma Tbk.
6	TLKM	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk.
7	UNTR	United Tractors Tbk.
8	UNVR	Unilever Indonesia Tbk.
9	WIKA	Wijaya Karya (Persero) Tbk.

Penelitian ini menggunakan data sekunder *time series* yang dikumpulkan dari Bank Indonesia, Kementerian Perdagangan, Badan Pusat Statistik, dan Investing.com. Teknik analisis pada penelitian ini menggunakan *Vector Autoregression/Vector Error Correction Model* (VAR/VECM) dengan *software Eviews* 10. Teknik ini merupakan salah satu metode *time series* yang kerap digunakan dalam penelitian ekonomi.

Hasil dan Pembahasan

Stasioneritas Data

Stasioneritas data dilakukan untuk mengetahui data yang digunakan memiliki akar unit atau tidak dan umumnya terjadi pada data *time series*. Pengujian ini menggunakan uji *Augmented Dickey-Fuller Test* (ADF) pada tingkat *level* kemudian pada *first difference* untuk mendapatkan hasil stasioner. Hasil uji stasioner ditunjukkan pada tabel 2 dan tabel 3 di bawah ini.

Tabel 2. Uji Stasioneritas Tingkat *Level*

Variabel	Nilai ADF	Level	Probability
Inflasi	-2.140434		0.2297
<i>BI Rate</i>	-1.811973		0.3724
Nilai Tukar IDR-USD	-2.238799		0.1945
Ln_Cadangan Devisa	-11.15674		0.0001
Ln_ Utang Luar Negeri Indonesia	-7.397548		0.0000
Return Saham JII	-2.499261		0.1194

Tabel 3. Uji Stasioneritas Tingkat *First Difference*

Variabel	<i>First Difference</i>	
	Nilai ADF	Probability
Inflasi	-6.948995	0.0000
<i>BI Rate</i>	-9.230443	0.0000
Nilai Tukar IDR-USD	-10.46600	0.0001
Ln_Cadangan Devisa	-7.931094	0.0000
Ln_ Utang Luar Negeri Indonesia	-10.56732	0.0001
Return Saham JII	-4.495581	0.0004

Hasil dari tabel di atas menunjukkan bahwa inflasi, *BI rate*, nilai tukar IDR-USD, dan *return JII* tidak stasioner pada tingkat *level* sehingga perlu dilakukan uji pada tahap *first difference*. Pada tahap itu menunjukkan bahwa keseluruhan variabel dikatakan stasioner karena probabilitasnya kurang dari 5%.

Panjang Lag Optimal

Pemilihan *lag* optimal merupakan hal terpenting sebelum mengestimasi model VAR. Panjang *lag* optimal dapat dilihat dari kriteria *Likehood Ratio* (LR), *Final Prediction Error* (FPE), *Akaike Information Critioni* (AIC), *Schwarz Information Crition* (SIC) dan *Hannan-Quin Crition* (HQ). Pengujian ini diharapkan dapat menghilangkan masalah autokorelasi dalam sistem VAR. Hasil uji *lag* optimal ditunjukkan pada tabel 4 di bawah ini.

Tabel 4. Uji Lag Optimal

Lag	LR	FPE	AIC	SIC	HQ
0	0.000	1.32e-13	-12.62820	-12.44825*	-12.55611*
1	62.55838	1.38e-13	-12.58568	-11.32597	-12.08100
2	77.87488*	1.07e-13*	-12.85421*	-10.51475	-1191695
3	41.99702	1.38e-13	-12.64277	-9.223563	-11.27293
4	43.08793	1.67e-13	-12.52930	-8.030346	-10.72688

Hasil uji *lag* optimal di atas menunjukkan bahwa LR, FPE, dan AIC menyarankan *lag* optimal adalah dua. Sedangkan SIC dan HQ menyarankan *lag* optimal ke satu. Panjang *lag* optimal yang digunakan ditandai dengan tanda bintang paling banyak.

Stabilitas VAR

Stabilitas VAR dilakukan untuk mendapatkan hasil *Impulse Response Function* (IRF) dan *Variance Decomposition* (VD) yang valid. Uji ini dikatakan terpenuhi dan stabil jika semua *roots*-nya memiliki modulus kurang dari satu. Hasil uji stabilitas VAR ditunjukkan pada tabel berikut.

Tabel 5. Uji Stabilitas VAR

Root	Modulus
-0.582453 – 0.166119i	0.605678
-0.582453 + 0.166119i	0.605678
-0.228788 – 0.551413i	0.596993
-0.228788 + 0.551413i	0.596993
0.556227 – 0.144033i	0.574573
0.556227 + 0.144033i	0.574573
0.573668	0.573668
0.129425 – 0.524091i	0.539836
0.129425 + 0.524091i	0.539836
-0.044534 – 0.454347i	0.456525
-0.044534 + 0.454347i	0.456525
-0.448976	0.448976

Hasil dari uji stabilitas VAR menunjukkan bahwa seluruh akar karakteristik memiliki modulus kurang dari satu yang berarti hasil estimasi stabilitas VAR dikatakan stabil. Dalam estimasi VECM sebuah model diestimasi dengan K (variabel) – r (persamaan kointegrasi). Dalam penelitian ini memiliki enam variabel dan satu persamaan kointegrasi sehingga terdapat lima unit modulus.

Kointegrasi

Uji kointegrasi pada penelitian ini menggunakan metode *Johansen Trace Statistic Test*. Uji ini dilakukan untuk mengetahui ada tidaknya hubungan jangka panjang dari variabel yang diteliti dengan menentukan *rank* kointegrasi. Jika terdapat kointegrasi maka metode VECM dapat dilakukan. Hasil kointegrasi ditunjukkan pada tabel di bawah ini.

Tabel 6. Uji Kointegrasi

Rank	Eigenvalue	Trace Statistic	Critical Value (5%)
0*	0.456633	118.3467	95.75366
1	0.365431	68.93902	69.81889
2	0.166645	32.09942	47.85613
3	0.137211	17.33350	29.79707
4	0.062226	5.379091	15.49471
5	0.002160	0.175156	3.841466

Berdasarkan hasil di atas menunjukkan adanya satu *rank* kointegrasi yang ditandai dengan nilai *trace statistic* lebih besar dari *critical value* 5% yaitu $118.3467 > 95.75366$ atau ditunjukkan dengan tanda asentrik (*). Hal tersebut mengindikasikan bahwa seluruh variabel terdapat hubungan stabilitas dan pergerakan jangka panjang. Dengan hasil tersebut, tahapan VECM dapat dilanjutkan untuk mengetahui hubungan jangka panjang dan jangka pendek.

Kausalitas Grager

Kausalitas granger dilakukan untuk melihat apakah terdapat hubungan timbal balik (kausalitas) atau tidak antar variabel. Uji kausalitas pada penelitian ini menggunakan metode VAR *Pairwise Granger Causality Test*. Hasil uji ini menunjukkan adanya hubungan searah pada nilai tukar IDR-USD dan inflasi, inflasi dan *BI rate* serta utang luar negeri Indonesia.

Model Empiris VECM

Tabel 7. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Perubahan Return Saham JII pada Jangka Pendek

Variabel	Koefisien	T Statistik	T Tabel	Ket
CointEq1	-0.033585	-1.21700		Tidak Sign
D(RETURN(-1))	0.150832	1.18716		Tidak Sign
D(RETURN(-2))	0.330110	2.45728		Sign
D(INFLASI(-1))	-0.032878	-0.22980		Tidak Sign
D(INFLASI(-2))	-0.109773	-0.77177		Tidak Sign
D(BIRATE(-1))	-0.030285	-0.31082		Tidak Sign
D(BIRATE(-2))	0.063481	0.66085	2.042	Tidak Sign
D(NITU(-1))	0.193477	0.62736		Tidak Sign
D(NITU(-2))	0.024664	0.08367		Tidak Sign
D(CADEV(-1))	-3703.672	-0.89869		Tidak Sign
D(CADEV(-2))	-3305.561	-0.83605		Tidak Sign
D(ULNI(-1))	23.68809	0.31258		Tidak Sign
D(ULNI(-2))	-20.18007	-0.27975		Tidak Sign
C	4.960614	1.03196		Tidak Sign

Tabel 8 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Perubahan Return Saham JII pada Jangka Panjang

Variabel	Koefisien	T Statistik	T Tabel	Ket
Inflasi	-1.363148	-2.49026		Tidak Sign
BI Rate	1.468679	3.11292		Sign
Nilai Tukar	-0.143183	-0.15182	2.042	Tidak Sign
Cadev	208.2235	1.35227		Tidak Sign
ULNI	12.50458	0.06848		Tidak Sign

Hasil uji VECM pada tabel 7 menunjukkan variabel yang signifikan ialah *return* pada lag 2 sebesar 0,33% yang artinya kenaikan 1% pada 2 bulan sebelumnya akan menaikkan *return* sebesar 0,33% pada bulan sekarang. Adapun pada tabel 8 menunjukkan hanya *BI rate* yang mempengaruhi *return* sebesar 1,47% yang artinya kenaikan pada *BI rate* akan mengakibatkan *return* naik sebesar 1,47%. Berbeda halnya dengan cadangan devisa dan

utang luar negeri memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *return* karena besarnya *T*-hitung lebih kecil daripada *T*-tabel yang nilainya 2,042.

Analisis Impulse Response Function

Tabel 9. Nilai Impuls Response Return JII

Per	Return	INF	Birate	NITU	CADEV	ULNI
1	0.624663	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.695545	-0.000590	-0.052179	0.44732	-0.058414	0.021940
3	0.876867	-0.044557	-0.003938	0.075341	-0.083749	-0.011024
4	0.881595	-0.042908	-0.046357	0.068335	-0.097155	-0.007792
5	0.914651	-0.034185	-0.057653	0.075394	-0.114991	-0.002705
6	0.903068	-0.015698	-0.066705	0.075877	-0.106231	-0.002366
7	0.894018	-0.001928	-0.077329	0.073247	-0.108327	0.000985
8	0.880649	0.011064	-0.090787	0.075298	-0.101960	0.001350
9	0.867232	0.021537	-0.098484	0.075695	-0.098907	0.002930
10	0.856103	0.032453	-0.107687	0.075448	-0.094936	0.004671

IRF digunakan untuk melihat guncangan antar variabel dan lama pengaruhnya. Hasil IRF untuk proksi *return* JII ditunjukkan pada tabel berikut. Berdasarkan tabel di atas menunjukkan bahwa *return* dapat mengontrol dampak yang disebabkan.

Variance Decomposition

Variance Decomposition bertujuan untuk mendapatkan gambaran mengenai seberapa kuat komposisi peran antar variabel. Hasil uji ini dapat dilihat dari periode satu hingga periode sepuluh ke depan sebagai berikut.

Inflasi

Tabel 10. Dekomposisi Variansi Inflasi

Per	INF	BIRATE	NITU	Ln_CADEV	Ln_ULNI	RETURN
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	94.38098	0.130441	0.970340	1.153311	1.255885	2.109044
3	81.87098	0.363614	3.195711	2.726298	3.579030	8.264371
4	76.93902	5.924739	3.033600	2.871101	3.356514	7.875026
5	71.03114	5.459603	3.311974	3.102038	3.742460	13.35278
6	63.98427	7.126087	2.911290	2.689165	3.439562	19.84962
7	63.02454	7.004560	2.935046	2.647444	3.565228	20.82318
8	62.25945	7.393290	3.071695	2.636760	3.719796	20.91901
9	62.12297	7.429496	3.100709	2.667636	3.802983	20.87620
10	61.10416	8.134151	3.041044	2.634621	4.520527	20.56549

Hasil pengujian di atas menunjukkan bahwa inflasi ditentukan oleh variabelnya

sendiri pada awal periode sebesar 100 persen. Pada periode selanjutnya, *shock* variabel lain mulai memberikan pengaruh pada inflasi meskipun tidak terlalu besar. *Shock* juga terjadi pada *BI Rate* sebesar 8 persen, nilai tukar IDR-USD sebesar 3 persen, Cadangan Devisa sebesar 2 persen, utang luar negeri Indonesia sebesar 4 persen, dan *return* sebesar 20 persen.

BI Rate

Tabel 11. Dekomposisi Variansi *BI Rate*

Per	INF	BIRATE	NITU	Ln_CADEV	Ln_ULNI	RETURN
1	7.841889	92.15811	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	3.909220	47.90991	0.029549	0.438446	47.66380	0.049082
3	3.256911	41.78962	2.122658	0.374414	45.18344	7.272958
4	3.042246	40.98301	2.704239	2.606256	43.68827	6.975976
5	3.443864	39.91251	3.614197	2.527584	42.32877	8.173079
6	3.466312	39.72874	3.790758	2.498301	42.09768	8.418204
7	5.099356	37.60114	4.715591	3.019843	41.31792	8.246158
8	4.854309	35.46854	4.494710	5.640586	39.39869	10.14316
9	5.176817	35.40451	4.517110	5.635004	39.11317	10.15339
10	5.409094	34.75851	4.689701	5.637708	39.30484	10.20014

Hasil pengujian di atas menunjukkan bahwa *BI rate* sebagian besar ditentukan oleh *shock* variabelnya sendiri di awal periode yaitu hampir 100 persen. *Shock* inflasi cenderung menurun tiap periodenya sebesar 5 persen. Dalam jangka panjang terjadi *shock* pada nilai tukar IDR-USD sebesar 4 persen, Cadangan Devisa sebesar 5 persen, utang luar negeri Indonesia sebesar 39 persen, dan *return* sebesar 10 persen.

Nilai Tukar IDR-USD

Tabel 12. Dekomposisi Variansi Nilai Tukar IDR-USD

Per	INF	BIRATE	NITU	Ln_CADEV	Ln_ULNI	RETURN
1	2.218095	0.127315	97.65459	0.000000	0.000000	0.000000
2	2.420519	1.666800	87.36806	0.188892	3.462754	4.892971
3	2.297685	7.528433	76.44743	0.512241	2.931240	10.282971
4	2.658501	7.388253	76.01499	0.514200	3.187222	10.23684
5	2.459206	8.600830	74.32921	0.786755	3.356348	10.46765
6	2.699523	8.423137	72.93150	2.018647	3.667438	10.25975
7	3.076407	8.116782	71.60312	2.593395	3.528451	11.08185
8	3.939744	8.312446	69.43918	2.523020	4.587319	11.19829
9	4.021228	8.333146	68.69458	2.519307	4.857341	11.57440
10	4.014324	8.296653	68.25562	2.986560	4.930621	11.51622

Hasil pengujian di atas menunjukkan bahwa nilai tukar ditentukan oleh *shock*

variabelnya sendiri pada awal periode hampir 100 persen. Dalam jangka panjang juga terjadi *shock* pada inflasi sebesar 4 persen, *BI Rate* sebesar 8 persen, Cadangan Devisa sebesar 2 persen, utang luar negeri Indonesia sebesar 4 persen, dan *return* sebesar 11 persen.

Cadangan Devisa

Tabel 13. Dekomposisi Variansi Cadangan Devisa

Per	INF	BIRATE	NITU	Ln_CADEV	Ln_ULNI	RETURN
1	0.281600	0.450284	0.268435	98.99968	0.000000	0.000000
2	2.768200	2.015910	0.426382	93.74659	0.569344	0.473579
3	3.147144	2.315047	0.475723	86.24611	1.251156	6.564818
4	4.123625	2.244994	0.826594	84.34559	1.353529	7.105667
5	3.837059	3.273942	0.890106	84.11330	1.261926	6.623672
6	3.612131	4.615428	1.244136	82.49306	1.110870	6.924371
7	5.077416	4.458649	1.549701	79.55443	2.497707	6.862102
8	4.512032	4.197829	1.543908	76.64765	4.845997	8.252586
9	4.297233	5.418339	1.537477	75.14257	5.758564	7.845820
10	4.494558	5.334698	1.583117	75.30098	5.692058	7.594591

Hasil pengujian di atas menunjukkan bahwa cadangan devisa ditentukan oleh *shock* variabelnya sendiri pada awal periode hampir 100 persen. Dalam jangka panjang juga terjadi *shock* pada cadangan devisa, tetapi juga terjadi *shock* pada inflasi sebesar 4 persen, *BI Rate* sebesar 5 persen, nilai tukar IDR-USD sebesar 1 persen, utang luar negeri Indonesia sebesar 5 persen, dan *return* sebesar 7 persen.

Utang Luar Negeri Indonesia

Tabel 14. Dekomposisi Variansi Utang Luar Negeri Indonesia

Per	INF	BIRATE	NITU	Ln_CADEV	Ln_ULNI	RETURN
1	5.032256	85.42048	0.001591	0.073797	9.471880	0.000000
2	2.484944	41.87378	0.095134	0.375976	55.16586	0.004307
3	2.111794	37.49363	1.345384	0.417287	53.54760	5.084312
4	2.073845	37.51854	1.592879	2.264891	51.67708	4.872775
5	2.349277	35.73564	2.752088	2.262102	49.21100	7.689897
6	2.666460	35.84342	2.727483	2.232474	48.45579	8.074371
7	4.568494	33.79803	3.314870	3.867029	46.02817	8.423413
8	4.517542	32.20814	3.151735	6.153555	43.79248	10.17656
9	4.846948	31.79981	3.344535	6.194506	43.39447	10.41973
10	5.407427	31.44608	3.384363	6.151632	43.22258	10.38792

Hasil pengujian di atas menunjukkan bahwa utang luar negeri Indonesia sebagian besar ditentukan oleh *shock* variabel lain. Utang luar negeri memiliki *shock* pada variabelnya sendiri pada akhir periode sebesar 43 persen. Dalam jangka panjang juga terjadi *shock* pada inflasi sebesar 5 persen, *BI Rate* sebesar 31 persen, nilai tukar IDR-USD sebesar 3 persen, Cadangan Devisa sebesar 6 persen, dan *return* sebesar 10 persen.

Return Saham JII

Tabel 15. Dekomposisi Variansi Return saham JII

Per	INF	BIRATE	NITU	Ln_CADEV	Ln_ULNI	RETURN
1	1.083550	0.059366	11.69450	0.092029	0.394820	86.67574
2	1.025348	4.765510	9.255606	0.212850	0.577161	84.16353
3	4.811088	4.473986	7.871505	0.507477	0.588328	81.74762
4	6.220903	4.311005	7.787898	1.501114	0.553733	79.62535
5	10.08411	3.761130	8.231678	1.305298	0.508512	76.10927
6	9.506021	3.765061	8.703579	1.230282	0.499771	76.29529
7	8.849928	3.486386	9.474835	1.130326	0.531308	76.52722
8	8.480407	3.715800	9.186252	1.417501	0.635180	76.56486
9	8.436934	3.483204	8.650975	1.323502	0.637518	77.46787
10	7.980560	3.432453	8.906585	1.354151	0.610821	77.71543

Hasil pengujian di atas menunjukkan bahwa *return* ditentukan oleh variabelnya sendiri pada awal periode yang mendekati 100 persen. Dalam jangka panjang juga terjadi *shock* pada inflasi sebesar 7 persen, *BI Rate* sebesar 3 persen, nilai tukar IDR-USD sebesar 8 persen, dan cadangan devisa sebesar 1 persen. Sedangkan utang luar negeri Indonesia hampir tidak memiliki kontribusi apa pun terhadap *return*.

Analisis IRF menunjukkan bahwa *shock* yang terjadi pada variabel inflasi cenderung negatif oleh *return* pada periode 2-7. Kemudian, *shock* inflasi direspon positif permanen oleh *return* saham JII. Kemudian *shock* yang terjadi pada variabel *BI rate* cenderung negatif terhadap *return* pada periode 2-10. Adapun nilai tukar berdampak positif permanen terhadap *return* saham JII. Setiap kenaikan satu satuan pada nilai tukar IDR-USD maka akan mengakibatkan kenaikan *return* sebesar 0,75%. Selanjutnya variabel cadangan devisa berdampak negatif terhadap *return* pada periode 2-10. Kenaikan pada cadangan devisa akan menurunkan *return* sebesar 0,09%. *Shock* utang luar negeri Indonesia cenderung berpengaruh positif terhadap *return* sebesar 0,0001 pada periode 1-2 dan 7-10.

Analisis VD menunjukkan bahwa kontribusi inflasi terhadap *return* sebesar 20%. Hal ini berarti bahwa kontribusi *shock* yang mempengaruhi *return* saham JII tidak hanya pada sisi moneter, tetapi juga nonmoneter. Selanjutnya, kontribusi *BI Rate* terhadap *return* hanya sebesar 10%. Kemudian, kontribusi nilai tukar IDR-USD terhadap *return* saham JII sebesar 3%. Adapun cadangan devisa mempengaruhi *return* sebesar 7% pada periode kesepuluh dan utang luar negeri Indonesia terhadap *return* saham JII sebesar 10% pada periode kesepuluh.

Nilai inflasi yang tinggi dapat menimbulkan suatu risiko yang dapat mengurangi daya beli uang yang diinvestasikan sehingga pendapatan riil lebih kecil. Tingginya inflasi akan meningkatkan biaya operasional yang akan menurunkan dividen, maka *return* yang diperoleh investor juga akan menurun. Adapun peningkatan *BI rate* akan menimbulkan besarnya biaya transaksi yang disertai oleh menurunnya pembayaran dividen di masa mendatang sehingga *return* yang diperoleh investor semakin rendah. Tingginya *BI rate* akan meningkatkan beban utang perusahaan dan akan menurunkan laba perusahaan sehingga investor akan mencari alternatif investasi lain yang memberikan *return* lebih baik.

Nilai tukar yang tidak stabil bergantung pada kondisi pasar di luar kendali perusahaan. Cadangan devisa dipergunakan untuk menjaga kestabilan nilai tukar dan membiyai defisit pada neraca pembayaran. Cadangan devisa juga dapat dijadikan indikator moneter kuat lemahnya fundamental perekonomian untuk menilai ketahanan dalam menghadapi krisis ekonomi.

Utang luar negeri mempengaruhi pertumbuhan ekonomi yang dapat menaikkan keputusan investor untuk berinvestasi dan menaikkan *return* saham dalam jangka panjang. Dengan demikian, inflasi dan *BI rate* serta cadangan devisa pada peristiwa pemilu 2014 dan pandemi *covid-19* tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap *return* saham JII. Di lain sisi, nilai tukar IDR-USD dan utang luar negeri pada peristiwa pemilu 2014 dan pandemi *covid-19* memberikan pengaruh signifikan terhadap *return* saham JII.

Simpulan

Hasil penelitian berdasarkan uji empiris VECM menyimpulkan hanya variabel *BI rate* yang memberikan dampak positif dan signifikan terhadap *return* saham *Jakarta Islamic Index* tahun 2014-2020. Dengan kata lain, *BI rate* yang merepresentasikan respon kebijakan moneter mempengaruhi keputusan investasi untuk mendapatkan *return* yang lebih besar pada masa pemilu presiden 2014 dan pandemi *covid-19*. Hasil ini mengindikasikan bahwa *BI rate* sebagai proksi kebijakan moneter menunjukkan bahwa pemerintah tetap menjaga pertumbuhan ekonomi.

Dari hasil analisis *Impulse Response Function* (IRF) terhadap *return* saham *Jakarta Islamic Index* tahun 2014-2020 akibat guncangan makroekonomi menunjukkan bahwa inflasi, *BI rate*, dan cadangan devisa memberikan pengaruh negatif pada *return*. Sedangkan, nilai tukar IDR-USD dan utang luar negeri Indonesia memberikan pengaruh positif terhadap *return*. Hasil ini mengindikasikan bahwa nilai tukar sebagai proksi kebijakan moneter dan utang luar negeri menunjukkan bahwa regulator tetap menjaga sektor pasar modal khususnya saham agar pergerakannya tetap kondusif.

Dari hasil analisis *variance decomposition*, dapat diketahui kontribusi *shock* yang terjadi pada *return* saham *Jakarta Islamic Index* paling besar dipengaruhi oleh variabel inflasi sebesar 20%. Sedangkan kontribusi *shock* paling kecil dipengaruhi oleh nilai tukar IDR-USD sebesar 3%. Hasil ini memberikan pernyataan bahwa pergerakan nilai tukar IDR-USD masih kecil dibandingkan nilai inflasi terhadap *return* saham JII dalam enam tahun

terakhir menunjukkan pergerakan yang positif. Dengan demikian, perlu adanya perbaikan dari kebijakan pemerintah dalam menekan laju inflasi terhadap kestabilan ekonomi nasional yang akan berdampak pada pasar modal dan perilaku investor serta kepuasan investor.

Rekomendasi dari penelitian ini adalah:

Pengendalian inflasi agar tetap menjadi pokok perhatian dalam menjaga stabilitas ekonomi. Ditekannya laju inflasi guna meminimalisir dampak yang ditimbulkan supaya tidak mencapai titik *bubble conomy*.

Optimalisasi kebijakan moneter yang tetap disesuaikan dengan melakukan koordinasi dengan seluruh pihak berkepentingan dalam mendorong kinerja perusahaan sehingga dapat memberikan imbal hasil sesuai terhadap investor. Di sisi lain, optimalisasi kebijakan moneter agar diiringi dengan kebijakan mikroprudensial guna menjaga internal perusahaan dan juga menghindari hubungan tidak baik antar perusahaan maupun institusi lain terkait.

Menyediakan akses kemudahan laporan keuangan dan informasi lain yang masih satu lini bagi investor. Dikarenakan saham merupakan investasi *high risk-high return* maka diperlukan analisis terlebih dahulu sebelum memutuskan pembelian. Sehingga, dengan meningkatnya kemudahan ini masyarakat akan terdorong melakukan investasi pada saham tersebut.

Untuk menjaga kestabilan *return* saham, pemerintah sebaiknya lebih memperhatikan seluruh komponen yang mempengaruhi pasar modal seperti makroekonomi untuk menjaga kestabilan ekonomi atau mencegah aliran dana ke luar negeri.

Daftar Pustaka

- Ash-shiturtudiq, H., & Setiawan, A. B. (2015). Inflasi dan Nilai Tukar Terhadap Indeks Harga Saham Jakarta Islamic Index (JII) Periode 2009-2014. *Ekonomi dan Perbankan Syariah*, 3(2), 25–46.
- Diana, I. K. A., & Putu Martini Dewi, N. (2019). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Nilai Tukar Rupiah Atas Dolar Amerika Serikat di Indonesia. 9(8), 1631–1661.
- Fatmawati, R. Y. (2015). Analisis Pengaruh Perdagangan Internasional dan Utang Luar Negeri Terhadap Gross Domestic Product Indonesia. *Jesp*, 7(1), 55–62.
- Hermuningsih, S. (2018). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Return Saham. *September*, 78–89.
- Mayfi, F., & Rudianto, D. (2014). Analisis Pengaruh Faktor Internal dan Eksternal Perusahaan terhadap Return Saham. *MIX-Jurnal Ilmiah Manajemen*, IV, 348–362. <https://doi.org/10.1016/j.bbapap.2013.06.007>
- Mendy, D., & Widodo, T. (2018). Do education levels matter in Indonesian economic growth?. *Economics & Sociology*, 11(3), 133-146.
- Mikial, M. (2019). Pengaruh Inflasi, Suku Bunga Bank Indonesia, Harga Minyak Dunia Dan Cadangan Devisa Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan. *Journal of Chemical Information and Modeling*, 53(9), 1689–1699.

- Musyawwiri, A., & Üngör, M. (2019). An overview of the proximate determinants of economic growth in Indonesia since 1960. *Bulletin of Indonesian Economic Studies*, 55(2), 213-237.
- Nopirin. 1987. *Ekonomi Moneter Buku Dua*. Yogyakarta: BPFE.
- Nurmalia, Hartono, D., & Muzayanah, I. F. U. (2020). The roles of entrepreneurship on regional economic growth in Indonesia. *Journal of the Knowledge Economy*, 11(1), 28-41.
- Rahmizal, M. (2022). Analysis of Indonesian marine fisheries with economic growth, population, and effort effectiveness. *European Journal of Formal Sciences and Engineering*, 5(1), 53-61.
- Ramadhan, M. (2019). Analyzing public infrastructure and economic growth in Indonesia. *International Journal of Scientific and Technology Research*, 8(11), 1144-1148.
- Rath, B. N., & Hermawan, D. (2019). Do information and communication technologies foster economic growth in Indonesia? *Bulletin of Monetary Economics and Banking*, 22(1), 103-122.
- Santi, N. R., & Afif, F. Y. (2021). The impact of the quality of democracy on the economic growth of provinces in Indonesia. *Journal of Governance and Accountability Studies*, 1(2), 121-132.
- Sekmen, T. A. N. E. R. (2021). Islamic banking and economic growth in the dual banking system. *Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 8(1), 183-196.
- Setyawan, R. A., Suhadak, & Nurlaily, F. (2018). Pengaruh Utang Luar Negeri, Tingkat Inflasi dan Direct Investment Terhadap Gross Domestic Product dan Dampaknya Pada Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) (Studi pada Bank Indonesia dan Bursa Efek Indonesia Periode Q1 2009 – Q4 2016). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 58(1), 123–132.
- Susandy, I., & Ikhwan, V. (2020). Evaluasi Berkala Jakarta Islamic Index 70 (JII70). 70.
- Suwandaru, A., Alghamdi, T., & Nurwanto, N. (2021). Empirical analysis on public expenditure for education and economic growth: Evidence from Indonesia. *Economies*, 9(4), 146.
- Todaro, Michael P dan Stephen C. Smith. 2003. *Pembangunan Ekonomi di Dunia Ketiga*. alih bahasa Haris Munandar. Jakarta: Erlangga.
- Widarjono, Agus. 2009. *Ekonometrika Pengantar dan Aplikasi: Dilengkapi Aplikasi Eviews*. Yogyakarta: Ekonesia Kampus Fakultas Ekonomi UII.
- Winarno, Wing Wahyu. 2011. *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews*. Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan STIM YKPN Yogyakarta.
- Yazdan, G. F., & Mohammad Hossein, S. S. (2012). Analysis of Islamic Bank's Financing and Economic Growth: Case Study Iran and Indonesia. *Journal of Economic Cooperation & Development*, 33(4).