

BAB IV

ANALISA DAN PEMBAHASAN

A. Sekilas gambaran umum objek penelitian

1. Sejarah singkat berdirinya indeks JII

Pasar modal syariah (*Islamic Stock Exchange*) adalah kegiatan yang berhubungan dengan pasar modal syariah perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga profesi yang berkaitan dengannya, dimana semua produk dan mekanisme operasionalnya berjalan tidak bertentangan dengan hukum muamalat islamiyah. Pasar modal syariah juga dapat diartikan pasar modal yang menetapkan prinsip-prinsip syariah. (Hamid, 2009)

Indeks syariah biasa disebut juga sebagai *Jakarta Islamic Index* merupakan kumpulan saham beberapa perusahaan yang kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan dengan syariah. Langkah awal perkembangan pasar modal syariah di Indonesia dimulai dengan diterbitkannya pasar modal syariah di Indonesia dimuai dengan diterbitkannya Reksa Dana Syariah pada 25 juni 1997 diikuti dengan diterbitkannya obligasi syariah pada akhir 2002.

diluncurkannya indeks harga saham berdasarkan prinsip syariah pada tanggal 3 juli 2000, yang disebut sebagai *Jakarta Islamic Index* (JII).

Menurut Hamid (2009) pergerakan harga saham merupakan sesuatu yang dinamis, perubahannya dipengaruhi banyak faktor internal maupun eksternal. Kemampuan dalam memilih waktu yang tepat, baik dalam membeli atau menjual saham tentunya sangat berpengaruh terhadap keuntungan yang akan diperoleh. Prinsip dasar dari transaksi perdagangan yang menguntungkan ialah membeli pada harga yang rendah dan menjual pada harga yang tinggi (*buy low and sell high*). Karna banyak faktor yang mempengaruhi harga saham, maka tentunya sulit untuk menilai apakah harga saham saat ini rendah atau tinggi, terutama untuk memprediksi harga pada masa yang akan datang.

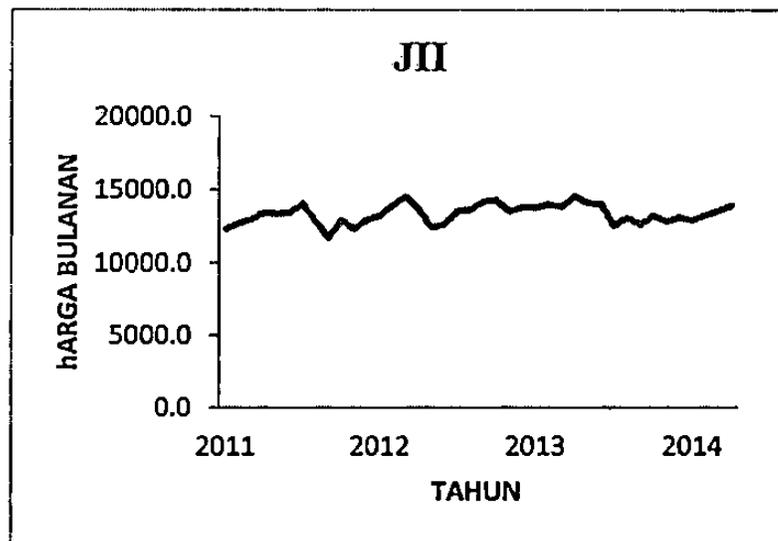
B. Analisa dan pembahasan

1. Analisis dan pembahasan

Variabel yang diteliti yaitu terdiri dari indeks JII sebagai variabel endogen dan nilai value ekspor, SBI sebagai variabel eksogen. Untuk penjelasan lebih lanjut adalah sebagai berikut:

a. indeks JII

Grafik 4.1 Pergerakan JII 2011-2014



Sumber: *yahoo finance* diolah

Berdasarkan grafik diatas menunjukkan bahwa pergerakan indeks JII pada setiap tahunnya sangat berfluktuatif, meskipun demikian dalam grafik menunjukkan tren naik dari tahun ketahun. Hal ini dapat dikatakan pergerakan indeks JII cukup baik.

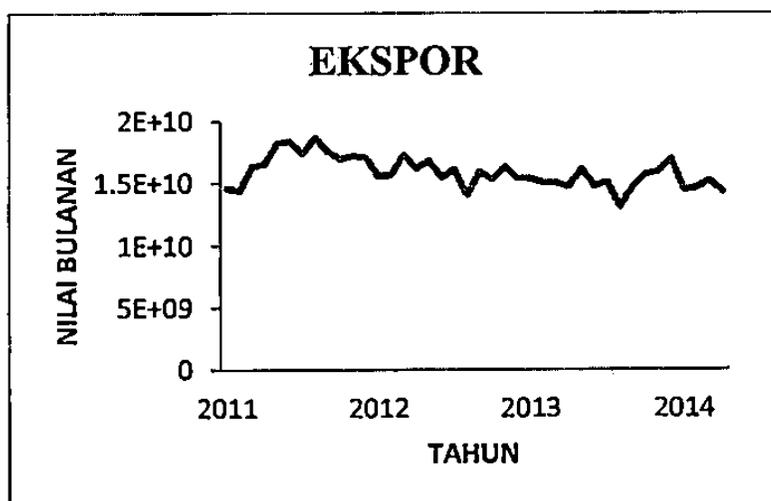
Pada grafik diatas dapat dilihat bahwa indeks JII tertinggi pada bulan desember 2013 yaitu mencapai rata-rata harga bulanan Rp.16576,66 sedangkan indeks JII terendah pada bulan September 2011 dengan harga rata-rata bulanan Rp.10913,38.

Peningkatan indeks JII diperkirakan karena adanya apresiasi dari nilai value ekspor yang mendapatkan valuta asing atau devisa Negara, disamping itu nilai suku bunga dan indeks DII juga berpengaruh

terhadap kenaikan indeks JII ini. Jadi kondisi perekonomian yang baik merupakan sentiment positif yang akan berdampak pada kenaikan harga saham dipasar.

b. Nilai value ekspor

Grafik 4.2 Pergerakan nilai value ekspor



Sumber: BPS diolah

Berdasarkan grafik diatas menunjukkan bahwa pergerakan nilai value ekspor indonesia pada setiap pergerakannya mengalami kenaikan dan penurunan. Hal ini dapat dikatakan pergerakan nilai value ekspor Indonesia kurang begitu baik, karena ditahun 2012 tren grafik lebih dominan turun, namun pada pertengahan tahun 2013 kembali menunjukkan tren naik.

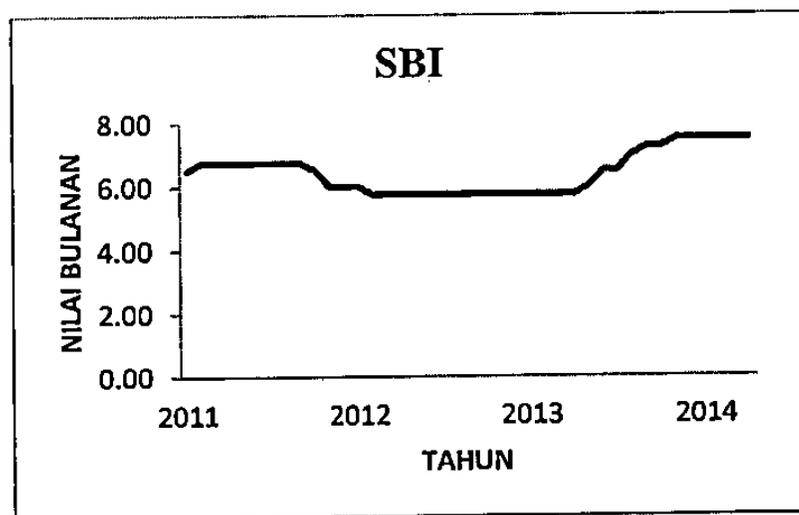
Pada grafik diatas dapat dilihat bahwa nilai value ekspor

18386855403, sedangkan nilai value terendah pada bulan agustus 2013 dengan harga rata-rata bulanan 13083707039.

Kenaikan nilai value ekspor merupakan cerminan dari seberapa banyak produk Indonesia yang di ekspor, selain banyaknya produk yang di ekspor kenaikan ini dipengaruhi oleh nilai tukar Rupiah terhadap valuta asing, nilai tukar merupakan cerminan kesehatan ekonomi Indonesia.

c. Suku Bunga Indonesia

Grafik 4.3 Pergerakan SBI 2011-2014



Sumber: BPS diolah

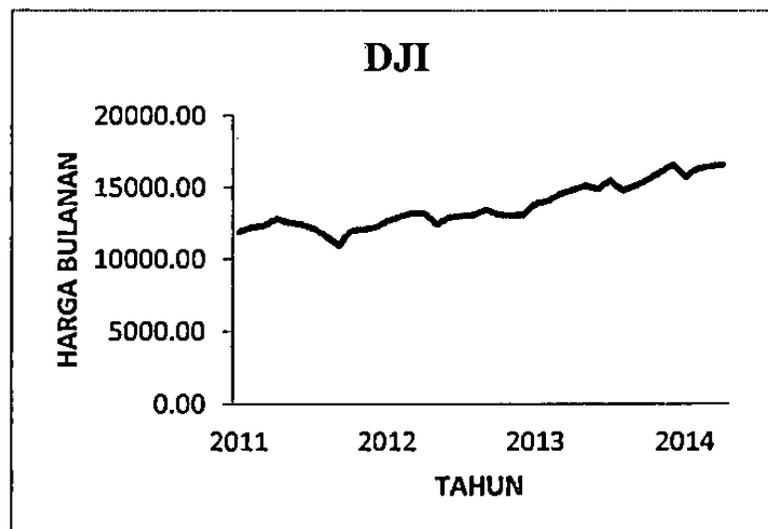
Berdasarkan grafik diatas menunjukkan bahwa pergerakan suku bunga Indonesia pada setiap pergerakannya mengalami kenaikan dan penurunan. Hal ini dapat dikatakan pergerakan SBI kurang begitu baik,

Pada grafik diatas dapat dilihat bahwa SBI tertinggi pada bulan November dan Desember 2013-April 2014 yaitu 7,5% sedangkan SBI terendah dan stabil pada bulan Februari-Desember 2012 sampai dengan April 2013 yaitu 5,75%.

Naik turunnya SBI sejalan dengan inflasi Negara, pada dasarnya SBI dipengaruhi oleh perekonomian Indonesia, dengan suku bunga yang tinggi mengurangi minat investor untuk mengalokasikan dana mereka ke dalam saham, karena lebih menguntungkan untuk di depositokan

d. Indeks *Dow Jones Industrial* (DJI)

Grafik 4.4 Pergerakan DJI 2011-2014



Sumber: *yahoo finance*

Berdasarkan grafik dibawah menunjukkan bahwa pergerakan indeks DJI pada setiap tahunnya mengalami kenaikan, walaupun pada

bulan tertentu mengalami penurunan. Hal ini dapat dikatakan pergerakan indeks DJI cukup baik.

Pada grafik diatas dapat dilihat bahwa indeks DJI tertinggi pada bulan April 2014 yaitu mencapai rata-rata harga bulanan 16580,84 sedangkan indeks DJI terendah pada bulan September 2011 dengan harga rata-rata bulanan 10913,38.

DJI adalah kumpulan saham-saham terbesar di Amerika, indeks ini sering digunakan sebagai acuan untuk investor masuk kedalam pasar modal, jika investor asing mendapatkan return yang besar di Amerika, investor asing pun mengalokasikan dana mereka ke pasar saham Indonesia.

2. Analisa pengujian statistik

a. Uji asumsi klasik

1) Uji multikolinieritas

Untuk mengetahui tidak adanya multikolinieritas pada data maka dapat mamakai model regresi sebagai berikut: koefisien korelasi antara variabel independent haruslah lemah (dibawah 0,5). Jika nilai korelasi antara variabel independen dibawah 0,5 maka data tidak terdapat multikolinieritas. Berikut tabel uji multikolinieritas:

Tabel 4.2 Tabel uji heteroskedastisitas

Heteroskedasticity Test: White			
F-statistic	0.809012	Prob. F(9,30)	0.6117
Obs*R-squared	7.812113	Prob. Chi-Square(9)	0.5532
Scaled explained SS	6.969287	Prob. Chi-Square(9)	0.6403

Sumber: data diolah

Uji heteroskedastisitas dapat dilihat pada lampiran. Dari perhitungan diketahui bahwa nilai chi-square hitung lebih kecil dari nilai X^2 kritis dan juga p value obs*-square $0,6117 > 0,01$ maka dapat disimpulkan tidak adanya heteroskedastisitas.

3) Uji autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam regresi linier ada kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan adanya problem autokorelasi, penentuan ada tidaknya masalah autokorelasi bisa dilihat dari nilai probabilitas chi-squares (X). Jika nilai probabilitas lebih besar dari nilai α yang dipilih maka kita menerima H_0 yang berarti tidak ada autokorelasi. Sebaliknya jika nilai probabilitas lebih kecil dari nilai α yang dipilih maka kita menolak H_0 yang berarti ada masalah autokorelasi, atau dengan asumsi lain jika p value obs*-square $> a$ maka tidak terdapat

Tabel 4.3 Tabel uji autokorelasi (LM Test)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	1.501444	Prob. F(2,34)	0.2372
Obs*R-squared	3.246113	Prob. Chi-Square(2)	0.1973

Sumber: data diolah

uji Dari perhitungan diketahui bahwa nilai probabilitas lebih besar dari nilai α yang dipilih. Prob. Chi-Square(2) $0.1973 > 0,01$ maka dapat disimpulkan tidak adanya gejala autokorelasi.

b. Uji stasioneritas

Stasioneritas dalam data *time series* yang penting karena mempunyai pengaruh pada hasil estimasi regresi. Regresi dari hasil variabel-variabel yang tidak stasioner akan menghasilkan fenomena regresi palsu.

Langkah pertama pembentukan model VAR adalah menguji data dengan agar terhindar dari stasioneritas. Suatu data runtun waktu dikatakan stasioner jika rata-rata (*mean*), *variance* dan *autocovariance* pada setiap lag adalah tetap sama pada setiap waktu. Jika data runtun waktu tidak memenuhi kriteria tersebut maka data dikatakan tidak stasioner. Dengan kata lain data runtun waktu dikatakan tidak stasioner jika rata-ratanya maupun *varianceny*a tidak

Pengujian stasioneritas dapat dilakukan pada setiap data variabel, metode yang digunakan adalah *Augment Dickey Fuller Test* (ADF). Pengujian ini dilakukan dengan membandingkan nilai statistik ADF dengan nilai kritis *MacKinnon* untuk mengetahui derajat integrasi stasioneritas suatu variabel. Suatu variabel dikatakan stasioner jika nilai statistik ADF lebih besar dari nilai kritis *MacKinnon*.

Tabel 4.4 Tabel uji stasioneritas data pada tingkat level

Variabel	ADF test	ADF McKinnon critical value 1%	Keterangan
JII	-3.526850	-3.610453	Tidak stasioner
Nilai value ekspor	-3.021048	-3.610453	Tidak stasioner
SBI	-1.974733	-3.626784	Tidak stasioner
DJI	-0.231180	-3.610453	Tidak stasioner

Sumber: hasil data diolah

Hasil uji stasioner selengkapnya dapat dilihat pada lampiran. Dari hasil uji stasioner tingkat level pada semua variabel dapat dilihat bahwa semua variabel tidak stasioner. Selanjutnya pada semua variabel akan di uji stasioner pada tingkat *difference 01*

Tabel 4.5 Tabel uji stasioneritas pada tingkat *difference 01*

Variabel	ADF test	ADF McKinnon critical value 1%	Keterangan
JII	-7.069119	-3.615588	Stasioner
Nilai value ekspor	-9.462174	-3.615588	Stasioner
SBI	-1.679925	-3.626784	Tidak stasioner
DJI	-7.154511	-3.615588	Stasioner

sumber: hasil data diolah

Dari hasil uji stasioner tingkat *difference 01* pada semua variabel, dapat dilihat bahwa variabel nilai value ekspor tidak stasioner, namun pada variabel JII, SBI dan DJI stasioner, dikarenakan satu dari empat variabel tidak stasioner maka selanjutnya pada semua variabel akan di uji stasioner pada tingkat *difference 02*.

Tabel 4.6 Tabel uji stasioneritas pada tingkat *difference 02*

Variabel	ADF test	ADF McKinnon critical value 1%	Keterangan
JII	-11.22673	-3.621023	Stasioner
Nilai value ekspor	-3.759689	-3.661661	Stasioner
SBI	-8.317496	-3.626784	Stasioner
DJI	-7.117528	-3.626784	Stasioner

Sumber: hasil data diolah

Pada pengujian data tingkat *difference 02* terhadap semua variabel diketahui bahwa variabel JII, nilai value ekspor, SBI dan DJI

McKannon. Setelah semua data stasioner maka dapat dilakukan uji kointegrasi.

c. Uji estimasi VAR (Lag optimal)

Setelah dilakukan uji stasioneritas pada semua variabel maka akan dilanjutkan dengan uji estimasi VAR, uji ini digunakan untuk menangkap pengaruh dari setiap variabel terhadap variabel yang lain didalam sistem VAR. Pada pengujian ini dapat ditemukan estimasi VAR (lag optimal) pada VAR dan menjadi acuan lag untuk olah data selanjutnya. Uji estimasi VAR dapat ditentukan jika kriteria *Akaike Information Creiteria* (AIC), *Schwartz Information Criteria* (SIC), *Hannan-Quin Criteria* (HQ), *Likelihood Ratio* (LR) dan *Final Prediction Error* (FPE) merujuk pada satu lag optimal.

Tabel 4.7 Tabel kriteria penentuan lag optimum

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1455.063	NA	2.10e+29	78.86828	79.04243	78.92968
1	-1340.381	198.3684*	1.02e+27*	73.53413*	74.40490*	73.84112*
2	-1324.949	23.35731	1.09e+27	73.56480	75.13218	74.11738
3	-1317.213	10.03512	1.85e+27	74.01154	76.27553	74.80970

Sumber: data diolah

Pada tabel diatas dengan keyakinan 95% , terdapat 1 kendidat kriteria lag optimal, yaitu lag 1. Kriteria *Likelihood Ratio* (LR), *Final Prediction Error* (FPE), *Akaike Information Criteria* (AIC), *Schwartz*

Information Criteria (SIC) dan *Hannan-Quin Criteria* (HQ)

merekomendasikan lag optimal 1, dari 5 kriteria tersebut merujuk pada lag optimal 1, maka lag optimal dari pengujian diatas adalah 1.

d. Uji kointegrasi

Setelah dilakukan uji stasionerotas pada semua variabel telah stasioner dan dilakukan uji estimasi VAR atau lag optimal maka dapat dilanjutkan untuk tahapan berikutnya, tahapan berikutnya yaitu uji kointegrasi untuk mengetahui apakah kedua variabel memiliki hubungan pada jangka panjang pada model tersebut.

Kointegrasi adalah suatu hubungan jangka panjang atau ekuilibrium variabel-variabel yang tidak stasioner, walaupun variabel-variabel tersebut tidak stasioner, namun variabel-variabel terebut dapat menjadi stasioner. Dalam penelitian ini, pengujian hubungan kointegrasi dilakukan dengan menggunakan metode *Johansen Cointegration Test*.

Ada tidaknya kointegrasi didasarkan pada uji *Likelihood Ratio* (LR). Jika nilai hitung LR lebih besar dari nilai kritis LR maka kointegrasi dapat diterima antara variabel, dan jika sebaliknya nilai LR lebih kecil dari kritis LR maka tidak terjadi kointegrasi antar variabel

Tabel 4.8 Tabel uji kointegrasi JII terhadap nilai value ekspor, SBI dan DJI

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
r None *	0.553067	65.43391	47.85613	0.0005
g At most 1 *	0.414161	34.83075	29.79707	0.0121
At most 2	0.307189	14.51174	15.49471	0.0699
a At most 3	0.014779	0.565808	3.841466	0.4519

Sumber : data diolah

Bersarkan hasil uji kointegrasi yang dapat dilihat pada lampiran, hasilnya dapat dijelaskan bahwa nilai *trace statistic* yang lebih tinggi dari nilai kritisnya yaitu $65.43391 > 47.85613$, maka dapat disimpulkan bahwa kedua variabel tersebut saling terintegrasi sehingga memiliki pengaruh jangka panjang.

e. Uji VAR (*Vector autoregression*)

Setelah dilakukan pengujian stasioneritas dengan metode *Augmented Dickey Fuller-test* (ADF) dan kointegrasi dengan metode *Johansen Cointegrasiion Test*, maka tahap selanjutnya adalah pengujian VAR (*Vector Auto Regression*).

Penggunaan pendekatan struktural atas permodelan persamaan simultan biasanya menerapkan teori ekonomi didalam usahanya untuk

sering ditemukan bahwa teori ekonomi saja ternyata tidak cukup kaya didalam menyediakan spesifikasi yang ketat dan tepat atas hubungan dinamis antar variabel. VAR kemudian muncul sebagai jalan keluar atas permasalahan ini, model VAR dibangun dengan pertimbangan meminimalkan pendekatan teori dengan tujuan agar mampu menangkap fenomena ekonomi dengan baik.

Diperlukan sebuah strategi dalam pembentukan model VAR agar tidak terjadi miss-spesifikasi didalam pembentukannya. Karenanya estimasi model VAR yang akan dilakukan dengan tahapan-tahapan berikut secara berurutan. Terdapat beberapa langkah yang harus dilakukan dalam menggunakan metode ini, pertama akan dilakukan pengujian stasioneritas dari setiap series yang digunakan dalam model. Hasil series stasioner akan berujung pada penggunaan VAR dengan metode standar sementara series non stasioner akan berimplikasi pada dua pilihan VAR, VAR dalam bentuk *difference* atau *Vector Error Correction Model (VECM)*.

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan diatas didapatkan bahwa semua variabel tidak stasioner pada tingkat level namun stasioner pada tingkat *difference 02* karna pada variabel SBI tidak stasioner pada tungkat *difference 01*. Sementara hasil dari uji

tahapan selanjutnya adalah analisis data dengan menggunakan VECM (*Vector Error Correction Model*). Berdasarkan pada pengujian yang dilakukan diperoleh hasil sebagai berikut.

1) Uji analisis *Vector Error Correction Model* (VECM) pada indeks JII.

a) Uji *variance decomposition*

Uji ini menjelaskan tentang porsi pengaruh variabel ekonomi satu ke yang lainnya dalam 10 periode pengamatan. Dari sini dapat diketahui variabel mana yang berpengaruh kuat terhadap variabel lainnya.

Tabel 4.9 Tabel nilai *variance decomposition* JII

Variance Decomposition of JII:					
Period	S.E.	JII	EKSPOR	SBI	DJI
1	644.5773	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	874.3093	94.42948	0.147197	3.655955	1.767372
3	1076.418	93.42220	0.569022	4.523203	1.485578
4	1239.728	92.00505	0.621151	5.821776	1.552028
5	1392.042	91.26127	0.806671	6.415518	1.516541
6	1526.636	90.71017	0.878101	6.921789	1.489942
7	1652.352	90.31328	0.963389	7.252226	1.471105
8	1768.713	90.02758	1.020477	7.503238	1.448704
9	1878.223	89.80130	1.069811	7.695892	1.433000
10	1981.706	89.62636	1.109664	7.846149	1.417824

Sumber: data diolah

Berdasarkan pada tabel *Variance decomposition*

lihat bahwa dilihat bahwa kontribusi nilai value ekspor

dalam menjelaskan variabilitas dari indeks JII adalah sebesar 0,14% di periode kedua dan mampu naik sampai 1,1% di periode terakhir. Sedangkan dalam variabel SBI menjelaskan variabilitas dari indeks JII adalah sebesar 3,6% di periode kedua dan berhasil naik sampai 7,8% di periode terakhir. Untuk variabel DJI menjelaskan variabilitas dari indeks JII sebesar 1,7% pada periode kedua dan mengalami penurunan sampai 1,4% pada periode terakhir.

Pengaruh JII terhadap nilai value ekspor dalam 10 periode pengamatan atau jangka panjang cukup meningkat dari 0.1%-1.1%. Dari penelitian yang ada bahwa nilai value ekspor mempunyai pengaruh positif dalam jangka panjang terhadap indeks saham syariah di JII, ini disebabkan karena nilai ekspor akan berdampak pada valuta asing, jika nilai tukar rupiah melemah maka minat investor pun berkurang, dan dalam jangka panjang nilai value ekspor mempunyai pengaruh yang positif terhadap JII, ini disebabkan karena ekspor dalam jangka panjang memberikan devisa untuk Negara, semakin banyak devisa

... dan Negara, maka semakin baik

perekonomian Negara itu, dari sini investor tertarik untuk masuk kedalam pasar modal dan bisa mempengaruhi nilai dari indeks JII.

Pengaruh Suku bunga Indonesia terhadap JII adalah positif sebesar 3.6%-7.8%. Suku bunga Indonesia berpengaruh terhadap minat investor untuk menginvestasikan dananya kepasar modal jika terjadi penurunan nilai suku bunga. Hal tersebut akan berpengaruh pada harga saham perusahaan yang pada akhirnya akan berpengaruh pada indeks JII. Sementara itu dalam jangka panjang suku bunga jika bertambah besar nilainya maka akan berdampak pada kerugian pada indeks JII, dikarenakan investor lebih memilih untuk menginvestasikan kedalam deposito.

DJI mempunyai pengaruh yang positif terhadap indeks JII dalam jangka panjang, prosentase sebesar 1.7% dan menurun pada jangka panjang sampai 1.4%. Hal ini disebabkan karena investor dalam menginvestasikan dananya kedalam pasar modal akan mengacu pada indeks DJI. Indeks DJI merupakan sekumpulan 30 saham

kinerja perekonomian Amerika. Menguatnya indeks DJI mencerminkan perekonomian Amerika yang membaik. Sebagai salah satu tujuan utama ekspor Indonesia perekonomian Amerika perlu diperhatikan karena sering kali berdampak pada perekonomian Indonesia, baik berupa investasi langsung ataupun dalam pasar modal. Disamping itu pengaruh positif DJI terhadap JII sejalan dengan teori integrasi ekonomi di *financial market* bahwa adanya korelasi positif dan penyatuan bursa-bursa saham dunia, sehingga jika terjadi *crash* pada saham bursa luar negeri maka akan memicu *crash* pada bursa saham dalam negeri. Penurunan pada periode akhir mencerminkan optimisme investor lokal yang semakin banyak dan diharapkan jika suatu saat investor asing keluar dari pasar modal, maka investor lokal akan menanggapi