

PENGARUH VARIABEL EKONOMI MAKRO TERHADAP INDEKS SAHAM SYARIAH INDONESIA

Rowland Bismark Fernando Pasaribu

E-mail: rowland_pasaribu@staff.gunadarma.ac.id

Mikail Firdaus

E-mail: michaelfirdaus@rocketmail.com

Fakultas Ekonomi Universitas Gunadarma
Jalan Margonda Raya 100 Depok 16424

ABSTRACT

Islamic capital market is one of the investments that can be chosen by muslims in particular and society in general. To measure the performance of Islamic stock price in capital market used a measuring tool that Indonesian Sharia Stock Index (ISSI). Suspected Islamic stock index movement is affected by macroeconomic conditions. The purpose of this paper is to analyze the effect of macroeconomic variables on ISSI during the period May 2011 to April 2013. The method of analysis used in this paper is linear regression using SPSS version 20. This study using secondary data from the monthly closing price for ISSI variable obtained. Then monthly data for macroeconomic variables from the central bureau of statistics and Bank Indonesia's monthly report. Results of this study indicate that variable inflation have a negative influence on ISSI, interest rates have a positive influence on ISSI, while the money supply have a positive influence on ISSI. Then simultaneously variable inflation, interest rates, and the money supply significantly influence the ISSI. While partial test showed that only variable the money supply that has a significant influence on ISSI

Keywords: Indonesian Sharia Stock Index, inflation, interest rates, the money supply

JEL classification: E44, G12

PENDAHULUAN

Melihat faktor masa depan yang penuh dengan ketidakpastian membuat banyak orang mengalokasikan sebagian dananya untuk berinvestasi. Karena hakikatnya manfaat investasi akan diterima di masa mendatang. Sebagai salah satu wahana investasi, pasar modal merupakan *financial assets* untuk memobilisasi modal dan sekaligus membuat perusahaan menjadi lebih profesional. Pasar modal memiliki peran strategis dalam perekonomian modern, sehingga pasar modal disebut juga sebagai indikator utama perekonomian negara.

Produk pasar modal yang menarik bagi investor salah satunya adalah saham yang dijadikan sebagai alternatif investasi. Faktor-faktor ekonomi makro yang mempunyai hubungan langsung dengan perkembangan saham di pasar modal antara lain tingkat inflasi, tingkat suku bunga Bank Indonesia, dan jumlah uang beredar (M2). Kebijakan ekonomi makro yang ditetapkan pemerintah diharapkan mampu mendorong pergerakan positif di pasar modal. Tingkat inflasi yang tidak terkendali menyebabkan harga-harga akan terus mengalami peningkatan secara umum. Sementara pengaruhnya terhadap saham di pasar modal adalah mengurangi permintaan saham-saham karena berkurangnya pendapatan riil masyarakat. Pada indikator lain apabila tingkat suku bunga cukup tinggi (lebih tinggi dari *capital gain* dan *dividen* per tahun)

maka investor akan memilih menyimpan uangnya di bank, dan secara tidak langsung menyebabkan pergerakan indeks saham melemah. Namun sebaliknya, apabila tingkat suku bunga cukup rendah, maka investor akan beralih ke pasar modal. Permintaan saham juga dipengaruhi oleh jumlah uang beredar. Semakin banyak jumlah uang beredar di masyarakat akan berdampak pada meningkatnya permintaan saham-saham di pasar modal.

Dewasa ini perkembangan ekonomi syariah telah tumbuh dan berkembang pesat pada perekonomian Indonesia, baik di kalangan akademisi maupun praktisi. Hal ini juga berimplikasi pada berkembangnya pasar modal syariah sebagai bagian dari industri keuangan syariah. Salah satu indeks pasar modal berbasis syariah yang digunakan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) adalah Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) yang diterbitkan oleh Bapepam-LK sebagai regulator yang berwenang dan bekerjasama dengan Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) pada 12 Mei 2011.

Konstituen ISSI adalah seluruh saham yang tergabung dalam Daftar Efek Syariah (DES) dan tercatat di BEI dimana saat ini jumlah konstituen ISSI sudah lebih dari 200 saham. ISSI digunakan sebagai sarana untuk memudahkan dan menarik investor muslim dalam pemilihan investasi di pasar modal yang seringkali diragukan kehalalannya, meskipun tidak semua investor saham syariah beragama Islam. Secara singkat, pasar modal syariah menggunakan prinsip, prosedur, asumsi, instrumen, dan aplikasi yang bersumber pada nilai Islam yaitu Al-Quran dan As-Sunnah yang kemudian disajikan dalam bentuk Fatwa DSN-MUI terkait pasar modal syariah. Berdasarkan Fatwa tersebut kemudian diaplikasikan oleh lembaga pengawas yaitu Bapepam-LK serta pelaksana yaitu Bursa Efek Indonesia, emiten, dan investor.

Dalam menjalankan peranannya, pasar modal memiliki dua fungsi utama, yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Dalam fungsi ekonomi pasar modal menyediakan fasilitas untuk mempertemukan dua kepentingan yaitu pihak yang memiliki kelebihan dana (investor) dan pihak yang memerlukan dana (emiten). Dengan adanya pasar modal, pihak yang memiliki kelebihan dana dapat menginvestasikan dana tersebut dengan harapan memperoleh imbalan, sedangkan emiten dapat memanfaatkan dana tersebut untuk

kepentingan operasional perusahaan. Dalam fungsi keuangan, pasar modal memberikan kemungkinan dan kesempatan memperoleh imbalan bagi investor, sesuai dengan karakteristik investasi yang dipilih. Pasar modal diharapkan mampu meningkatkan aktivitas perekonomian, karena pasar modal merupakan alternatif pendanaan jangka panjang bagi perusahaan. Sehingga perusahaan dapat beroperasi dengan skala yang lebih besar dan pada gilirannya akan meningkatkan laba perusahaan dan kemakmuran masyarakat luas.

Keberadaan pasar modal di Indonesia merupakan salah satu faktor penting dalam pembangunan perekonomian nasional, terbukti telah banyak industri dan perusahaan yang menggunakan institusi ini sebagai media untuk menyerap dana investasi serta sebagai media untuk memperkuat posisi keuangannya. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui bagaimana pengaruh tingkat inflasi terhadap ISSI, pengaruh tingkat suku bunga Bank Indonesia terhadap ISSI, pengaruh jumlah uang beredar (M2) terhadap ISSI, dan seberapa besar pengaruh variabel ekonomi makro tersebut terhadap ISSI selama periode pengamatan sejak diterbitkannya ISSI yaitu bulan Mei 2011 sampai dengan bulan April 2013.

MATERI DAN METODE PENELITIAN

Penerapan prinsip syariah di pasar modal tentunya bersumber pada Al Quran sebagai sumber hukum tertinggi dan Hadits Nabi Muhammad SAW. Selanjutnya, dari kedua sumber hukum tersebut para ulama melakukan penafsiran yang kemudian disebut ilmu fiqh. Salah satu pembahasan dalam ilmu fiqh adalah pembahasan tentang muamalah, yaitu hubungan di antara sesama manusia terkait perniagaan. Berdasarkan itulah kegiatan pasar modal syariah dikembangkan dengan basis fiqh muamalah. Terdapat kaidah fiqh muamalah yang menyatakan bahwa pada dasarnya, semua bentuk muamalah boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkannya. Konsep inilah yang menjadi prinsip pasar modal syariah di Indonesia. Sebagai bagian dari sistem pasar modal Indonesia, kegiatan di pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip syariah juga mengacu kepada UU Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal berikut peraturan pelaksanaannya (Peraturan Bapepam-LK, Peraturan Pemerintah, Peraturan Bursa dan lain-lain). Bapepam-

LK selaku regulator pasar modal di Indonesia memiliki beberapa peraturan khusus terkait pasar modal syariah, yaitu 1) UU Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara, 2) Peraturan Nomor II.K.1 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah, 3) Peraturan Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah, dan 4) Peraturan Nomor IX.A.14 tentang Akad-akad yang digunakan dalam Penerbitan Efek Syariah.

Indeks harga saham merupakan ringkasan pengaruh simultan dan kompleks dari berbagai macam variabel yang berpengaruh terutama kejadian-kejadian ekonomi. Dengan kata lain, indeks harga saham dapat dijadikan sebagai barometer ekonomi suatu negara dan sebagai dasar melakukan analisis statistik atas kondisi pasar terakhir. Di Indonesia, terdapat dua indeks saham syariah, yaitu JII dan ISSI. JII merupakan indeks yang konstituennya hanya berjumlah 30 saham syariah terlikuid sedangkan ISSI konstituennya adalah seluruh saham syariah yang terdaftar di BEI dan lolos dalam proses seleksi Daftar Efek Syariah. ISSI merupakan Indeks yang telah diluncurkan oleh BEI pada tanggal 12 Mei 2011 dimana konstituen ISSI adalah seluruh saham yang tergabung dalam Daftar Efek Syariah dan tercatat di BEI. Hingga saat ini, jumlah konstituen ISSI lebih dari 200 saham. Tujuan pembentukan JII dan ISSI untuk meningkatkan kepercayaan investor dalam melakukan investasi pada saham berbasis syariah dan memberikan manfaat bagi modal dalam menjalankan syariah Islam untuk melakukan investasi di BEI. Dengan kata lain, JII dan ISSI menjadi pepadu bagi investor yang ingin menanamkan dananya secara syariah tanpa takut tercampur dengan dana ribawi.

Selama ini, pasar modal syariah di Indonesia identik dengan *Jakarta Islamic Index* (JII) yang hanya terdiri dari 30 saham syariah yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Padahal Efek Syariah yang terdapat di pasar modal syariah di Indonesia bukan hanya 30 saham syariah yang menjadi konstituen JII saja tetapi terdiri dari berbagai macam jenis Efek. Perkembangan Pasar Modal Syariah mencapai tonggak sejarah baru dengan disahkannya UU Nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) pada tanggal 7 Mei 2008. Undang-undang ini diperlukan sebagai landasan hukum untuk penerbitan surat berharga syariah negara atau sukuk negara. Pada tanggal 26 Agustus 2008 untuk pertama kalinya, Pemerintah Indonesia menerbitkan SBSN seri IFR0001

dan IFR0002. Pada tanggal 30 Juni 2009, Bapepam-LK telah melakukan penyempurnaan terhadap Peraturan Bapepam-LK Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah dan II.K.1 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah.

Inflasi diartikan sebagai meningkatnya harga-harga secara umum dan terus menerus. Kenaikan harga dari satu atau dua barang saja tidak dapat disebut inflasi kecuali apabila kenaikan itu meluas (atau mengakibatkan kenaikan harga) pada barang lainnya. Inflasi dapat disebabkan oleh dua hal, yaitu inflasi tarikan permintaan (kelebihan likuiditas/uang beredar/alat tukar) dan inflasi desakan biaya atau penawaran.

Inflasi tarikan permintaan dipengaruhi oleh peran negara dalam hal kebijakan moneter (Bank Sentral). Inflasi tarikan permintaan terjadi akibat adanya permintaan total yang berlebihan dimana hal itu dipicu oleh membanjirnya likuiditas di pasar sehingga terjadi permintaan yang tinggi dan memicu perubahan tingkat harga. Bertambahnya likuiditas yang terkait dengan permintaan terhadap barang dan jasa mengakibatkan bertambahnya permintaan terhadap faktor-faktor produksi tersebut. Meningkatnya permintaan faktor produksi kemudian menyebabkan harga faktor produksi meningkat. Membanjirnya likuiditas di pasar juga disebabkan oleh faktor lain yaitu kemampuan bank sentral dalam mengatur peredaran jumlah uang, kebijakan suku bunga, sampai aksi spekulasi yang terjadi di sektor keuangan. Dengan kata lain, apabila inflasi mengalami peningkatan maka akan berdampak pada peningkatan pendapatan dan biaya perusahaan. Namun, jika peningkatan biaya faktor produksi perusahaan lebih tinggi dari pendapatan yang diterima perusahaan, maka profitabilitas perusahaan akan menurun sehingga berdampak pada penurunan deviden pemegang saham.

Inflasi desakan biaya atau penawaran dipengaruhi oleh peran negara dalam kebijakan eksekutor yang dalam hal ini dipegang oleh pemerintah seperti kebijakan fiskal (perpajakan/pungutan/insentif/disinsentif), kebijakan pembangunan infrastruktur, regulasi, dan lain-lain. Inflasi desakan biaya terjadi akibat adanya kelangkaan produksi atau distribusi, walaupun permintaan secara umum tidak ada perubahan yang signifikan. Adanya ketidaklancaran aliran distribusi dapat memicu kenaikan harga sesuai dengan hukum permintaan-penawaran. Hal tersebut dapat

terjadi karena kebijakan pembangunan infrastruktur dan regulasi dari pemerintah tidak cukup mendukung kegiatan perekonomian khususnya dari sisi penawaran. Tingkat suku bunga Bank Indonesia atau *BI Rate* adalah suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau *stance* kebijakan moneter yang ditetapkan oleh Bank Indonesia dan diumumkan kepada publik. *BI Rate* diumumkan oleh Dewan Gubernur Bank Indonesia setiap Rapat Dewan Gubernur bulanan dan diimplementasikan pada operasi moneter yang dilakukan Bank Indonesia melalui pengelolaan likuiditas di pasar uang untuk mencapai sasaran operasional kebijakan moneter. Sasaran operasional kebijakan moneter dicerminkan pada perkembangan suku bunga Pasar Uang Antar Bank *Overnight* (PUAB O/N).

Pergerakan di suku bunga PUAB ini diharapkan akan diikuti oleh perkembangan di suku bunga deposito dan pada gilirannya suku bunga kredit perbankan. Dengan mempertimbangkan pula faktor-faktor lain dalam perekonomian, Bank Indonesia pada umumnya akan menaikkan *BI Rate* apabila inflasi ke depan diperkirakan melampaui sasaran yang telah ditetapkan, sebaliknya Bank Indonesia akan menurunkan *BI Rate* apabila inflasi ke depan diperkirakan berada di bawah sasaran yang telah ditetapkan. Meningkatnya *BI Rate* akan menurunkan nilai sekarang dan pendapatan dividen, kondisi seperti ini akan mempengaruhi turunnya harga saham. Hal ini disebabkan karena investor cenderung menanamkan dananya dalam bentuk investasi lainnya, seperti menyimpan dananya pada sektor perbankan. Dengan demikian, hal tersebut menjadi pendorong untuk melepaskan sahamnya sehingga meningkatkan jumlah saham yang ditawarkan di pasar saham dan selanjutnya akan menekan harga saham. Penurunan harga saham akan berdampak pada indeks saham dikarenakan kemampuan emiten dalam memenuhi kewajiban dan menghasilkan laba serta mendorong tekanan jual oleh investor sehingga investor akan beralih pada sektor perbankan.

Jumlah uang beredar adalah uang yang beredar di tangan masyarakat. Cakupan dan definisi ini terus berkembang dan perhitungannya dapat berbeda antar negara. Namun demikian, dua pendekatan utama dalam menghitung jumlah uang beredar, yaitu pendekatan transaksional dan pendekatan likuiditas. Pendekatan ini memandang bahwa jumlah uang beredar yang dihitung adalah jumlah uang yang dibutuhkan

untuk keperluan transaksi. Pendekatan ini menghitung jumlah uang beredar dalam arti sempit atau M_1 . Di Indonesia yang tercakup dalam M_1 adalah uang kartal dan uang giral, dengan komponen uang kartal yang terdiri atas uang kertas dan uang logam, tidak termasuk uang kas pada kantor perbendaharaan dan kas negara (KPKN) dan bank umum serta uang giral yang terdiri atas rekening giro, kiriman uang, simpanan berjangka, dan tabungan dalam rupiah yang sudah jatuh tempo yang seluruhnya merupakan simpanan penduduk dalam rupiah pada sistem moneter.

Pendekatan likuiditas, sesuai pendekatan ini, jumlah uang beredar didefinisikan sebagai jumlah uang untuk kebutuhan transaksi ditambah uang kuasi (*quasi money*). Hal ini dilandasi pertimbangan bahwa sekalipun uang kuasi merupakan aset finansial yang kurang likuid dibanding uang kertas, uang logam dan uang rekening giro, tetapi sangat mudah diubah menjadi uang yang dapat digunakan untuk keperluan transaksi. Dalam praktiknya, pendekatan ini menghitung jumlah uang beredar dalam arti luas yang dikenal dengan M_2 yang terdiri dari M_1 ditambah uang kuasi (di Indonesia uang kuasi adalah deposito berjangka). Perkembangan M_2 adalah jauh lebih cepat dari pertambahan M_1 karena pertambahan tingkat kemajuan perekonomian. Meningkatnya M_2 secara langsung maupun tidak langsung mengindikasikan bahwa perekonomian masyarakat menjadi meningkat. Peningkatan deposito berjangka mengandung pengertian bahwa tingkat penghasilan masyarakat sudah lebih besar dari tingkat konsumsi. Keputusan seseorang menyimpan dananya di bank dalam bentuk deposito merupakan keputusan investasi yang didorong oleh tingkat bunga yang diberikan.

Satrio (2006) menganalisis pengaruh variabel ekonomi makro terhadap IHSG di BEJ periode 1999-2006 dengan pendekatan ECM. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel inflasi, kurs, dan ekspor berpengaruh secara signifikan terhadap IHSG. Namun, secara parsial hanya variabel kurs yang berpengaruh secara signifikan terhadap IHSG. Penelitian Zuhri (2006) bertujuan untuk mengetahui signifikansi pengaruh inflasi, jumlah uang beredar, *exchange rate* dan *rate of interest* terhadap indeks JII pada tahun 2002-2005 atau tidak. Selain itu, tujuan yang kedua adalah untuk menganalisis seberapa besar pengaruh variabel tersebut terhadap indeks JII

pada tahun 2002-2005. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kecuali inflasi, seluruh variabel (jumlah uang beredar, kurs, dan suku bunga) berpengaruh signifikan terhadap indeks JII, secara parsial dan simultan. Variabel yang digunakan mampu menjelaskan fluktuasi indeks JII sebesar 88,7%

Keterkaitan indikator moneter juga diyakini Rosialita (2006) memiliki pengaruh langsung terhadap fluktuasi indeks harga saham gabungan di Indonesia. Investasi melalui pasar modal selain memberikan hasil, juga mengandung risiko. Besar kecilnya risiko di pasar modal sangat di pengaruhi oleh keadaan negara khususnya di bidang ekonomi, politik, dan sosial. Beberapa faktor yang mempengaruhi harga saham adalah profitabilitas, tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI), inflasi, dan nilai tukar. Oleh karena itu, tujuan penelitian ini untuk mengetahui pengaruh tingkat bunga SBI, nilai kurs dollar AS, dan tingkat inflasi terhadap naik turunnya indeks harga saham dan untuk mengetahui variabel yang dominan berpengaruh terhadap Indeks Harga Saham Gabungan. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa tingkat bunga SBI, nilai kurs Dollar AS, dan tingkat inflasi secara serempak berpengaruh terhadap Indeks Harga Saham Gabungan. Tingkat bunga SBI berpengaruh negatif terhadap Indeks Harga Saham Gabungan, sedangkan Nilai Kurs Dollar AS, dan tingkat inflasi berpengaruh positif terhadap Indeks Harga Saham Gabungan. Berdasarkan ketiga variabel independen, variabel Tingkat bunga SBI adalah variabel yang paling dominan berpengaruh terhadap Indeks Harga Saham Gabungan.

Penelitian yang dilakukan oleh Ishomuddin (2010) mengenai pengaruh variabel ekonomi makro dalam dan luar negeri terhadap IHSG menggunakan model OLS-ARCH/GARCH menghasilkan simpulan bahwa secara bersama-sama seluruh variabel bebas yang dimasukkan ke dalam model mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel terikat. Sementara secara parsial hanya variabel kurs yang mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap IHSG, sedangkan variabel inflasi, BI *rate*, jumlah uang beredar, dan indeks saham DJIA mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap pergerakan IHSG. Kemudian nilai koefisien determinasi (R^2) yang dihasilkan sebesar 94,71 % yang artinya variasi pergerakan IHSG selama periode penelitian dapat dijelaskan oleh variasi kelima variabel bebasnya.

Penelitian Nugroho (2008) bertujuan menganalisis pengaruh variabel-variabel ekonomi makro terhadap kinerja saham. Dengan mengetahui variabel makro mana saja yang berpengaruh, maka hasilnya akan menjadi referensi bagi investor untuk berinvestasi pada pasar saham. Teknik analisis yang digunakan adalah metode regresi linier berganda dengan menggunakan variabel independen Inflasi, suku bunga, kurs US\$, dan jumlah uang beredar terhadap variabel dependen indeks LQ45. Hasil penelitian menunjukkan bahwa hanya variabel inflasi saja yang berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja saham indeks LQ45. Suku bunga dan jumlah uang beredar berpengaruh negatif, sedangkan kurs US\$ berpengaruh secara positif. Pengaruh suku bunga dan jumlah uang beredar secara negatif mendukung hasil penelitian sebelumnya, namun pengaruh kurs secara positif merupakan hasil yang anomali dan tidak sejalan dengan penelitian sebelumnya. Berdasarkan nilai koefisien *adjusted R²* diperoleh nilai sebesar 0,952, berarti penggunaan variabel dalam penelitian memiliki kapasitas yang tinggi dalam menjelaskan fluktuasi indeks LQ45, yakni 95,2%.

Penelitian Hajiji (2008) menyatakan bahwa dalam sistem keuangan, pasar uang, dan pasar modal merupakan bagian dari pasar keuangan. Untuk mengetahui faktor-faktor yang berpengaruh dari pasar keuangan seperti kurs Dolar Amerika Serikat, suku bunga SBI, dan inflasi terhadap indeks harga saham gabungan (IHSG) dan perkembangannya digunakan metode analisis deskriptif dan model *AutoRegressive Conditional Heteroscedasticity* (ARCH) dan *Generalized AutoRegressive Conditional Heteroscedasticity* (GARCH). Untuk mengetahui pengaruh kurs Dolar AS, suku bunga SBI, dan inflasi terhadap IHSG digunakan analisis deskriptif dan model ARCH dan GARCH. Perkembangan nilai indeks harga saham gabungan (IHSG) dipengaruhi oleh beberapa faktor dalam sistem pasar keuangan di Indonesia. IHSG selama periode penelitian mengalami fluktuasi namun secara umum mengalami kenaikan.

Penelitian Hajiji (2008) memperoleh hasil, bahwa suku bunga SBI dan tingkat inflasi selama periode penelitian mengalami fluktuasi. Kurs Rupiah terhadap Dolar AS juga berfluktuasi namun pergerakannya cukup stabil. Perkembangan nilai IHSG secara simultan dipengaruhi oleh instrumen pasar keuangan seperti

kurs Rupiah terhadap Dolar AS, suku bunga SBI, dan inflasi. Kurs signifikan berpengaruh negatif terhadap IHSG sedangkan suku bunga SBI dan inflasi juga berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan secara statistik. Hal ini menunjukkan bahwa investor selama periode penelitian tidak terlalu memperhatikan pergerakan SBI dan inflasi namun cenderung lebih memperhatikan pergerakan Rupiah terhadap Dolar AS. Perubahan dalam IHSG dapat dijelaskan oleh kurs Dolar AS, suku bunga SBI, dan inflasi sebesar 26,5%. Kecilnya pengaruh faktor-faktor pasar keuangan tersebut dalam mempengaruhi nilai IHSG karena banyak informasi dan faktor-faktor lain yang juga dijadikan bahan pertimbangan oleh para investor dalam menanamkan investasinya di bursa saham.

Thobarry (2009) menganalisis mengenai pengaruh nilai tukar, suku bunga, laju inflasi, dan pertumbuhan PDB terhadap indeks harga saham sektor properti di BEI menggunakan metode regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa semua variabel bebas secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap indeks harga saham sektor properti, sedangkan secara parsial nilai tukar Dollar AS terhadap rupiah berpengaruh positif dan signifikan terhadap indeks harga saham sektor properti, sementara inflasi mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap indeks harga saham sektor properti.

Pergerakan ISSI dipengaruhi oleh beberapa faktor di antaranya adalah faktor variabel ekonomi makro. Indikator dalam ekonomi makro meliputi tingkat inflasi, suku bunga, dan jumlah uang beredar. Kenaikan inflasi dapat menurunkan *capital gain* yang menyebabkan berkurangnya keuntungan yang diperoleh investor. Kenaikan inflasi juga dapat menurunkan keuntungan suatu perusahaan sehingga sekuritas di pasar modal menjadi komoditi yang kurang menarik. Hal ini berarti inflasi memiliki hubungan yang negatif terhadap pergerakan ISSI.

Semakin tinggi tingkat suku bunga Bank Indonesia, semakin tinggi pula tingkat suku bunga deposito dan pinjaman dari bank-bank di dalam negeri. Sehingga mendorong investor untuk beralih menanamkan modalnya pada sekuritas perbankan yang memiliki nilai kepastian daripada menanamkan modalnya di pasar modal dimana keuntungan yang akan diperoleh masih belum pasti karena harga saham yang berfluktuasi.

Meningkatnya suku bunga juga menyebabkan saham-saham emiten yang tercatat di BEI menjadi kurang menarik bagi investor untuk berinvestasi di pasar modal. Sehingga harga saham menjadi turun dan dalam hal ini tercermin pada melemahnya indeks saham. Dalam hal ini tingkat suku bunga Bank Indonesia memiliki pengaruh yang negatif terhadap ISSI.

Pertumbuhan jumlah uang beredar yang wajar memberikan pengaruh positif terhadap perekonomian dan pasar ekuitas secara jangka pendek. Namun, pertumbuhan yang signifikan akan memicu inflasi yang tentunya memberikan pengaruh negatif terhadap pasar ekuitas. Ukuran yang umum digunakan untuk mempelajari dampak jumlah uang beredar terhadap indeks saham adalah M1 (*narrow money*) dan M2 (*broad money*). Berdasarkan pemaparan yang telah diuraikan sebelumnya, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

- H1:** Tingkat inflasi mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap ISSI.
- H2:** Tingkat suku bunga (*BI Rate*) mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap ISSI.
- H3:** Jumlah uang beredar (M2) mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap ISSI.

Obyek penelitian adalah ISSI yang konstituennya adalah seluruh saham syariah yang terdaftar di BEI berdasarkan Daftar Efek Syariah (DES) yang dikeluarkan oleh Bapepam-LK bekerja sama dengan DSN-MUI. Penelitian ini menggunakan empat variabel, yaitu satu variabel dependen dan tiga variabel independen. Variabel dependennya adalah ISSI sebagai angka indeks yang diperoleh dari seluruh saham syariah yang tercatat di BEI berdasarkan Daftar Efek Syariah (DES) yang dikeluarkan oleh Bapepam-LK bekerja sama dengan DSN-MUI dalam akhir periode tertentu (bulanan) dan dalam satuan basis poin (bps), dimana data ISSI yang digunakan adalah indeks harga penutupan bulanan selama periode pengamatan yaitu sejak bulan Mei 2011 sampai dengan bulan April 2013 yang diperoleh dari basis data www.duniainvestasi.com. Variabel independen pertama adalah tingkat inflasi yang berupa inflasi bulanan selama periode penelitian yang dinyatakan dalam satuan persen dan dipublikasikan oleh Badan Pusat Statistik. Variabel independen kedua adalah tingkat suku bunga Bank Indonesia (*BI Rate*) yang berupa *BI Rate* bulanan selama periode penelitian

dimana pengukurannya menggunakan satuan persen yang tercatat di www.bi.go.id. Variabel independen ketiga adalah jumlah uang beredar dalam arti luas (M2) sebagai penjumlahan M1 dan *quasi money* yang pengukurannya menggunakan satuan miliar rupiah yang tercatat di www.bps.go.id

Penelitian ini menggunakan data sekunder yaitu data yang telah dikumpulkan oleh instansi tertentu serta dipublikasikan kepada masyarakat pengguna data. Data dalam penelitian ini diperoleh dari basis data www.duniainvestasi.com berupa data harga penutupan bulanan ISSI, publikasi Badan Pusat Statistik (BPS) dan Bank Indonesia (BI) yang meliputi data bulanan dari tingkat inflasi, suku bunga Bank Indonesia, dan jumlah uang beredar (M2). Semua data variabel yang digunakan adalah data bulanan selama periode penelitian, yakni bulan Mei 2011 sampai dengan bulan April 2013.

Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linier berganda, namun, sebelum melakukan analisis regresi linier berganda terlebih dahulu model harus dilakukan uji asumsi klasik untuk mengetahui apakah model yang digunakan sudah sesuai dengan kaidah-kaidah dalam pengujian. Model persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$Y = a + b_1\text{INFLASI} + b_2\text{BI-Rate} + b_3\text{JUB}$$

Keterangan:

Y = Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)

a = Konstanta

b1 = Koefisien regresi

X1 = Tingkat inflasi bulanan

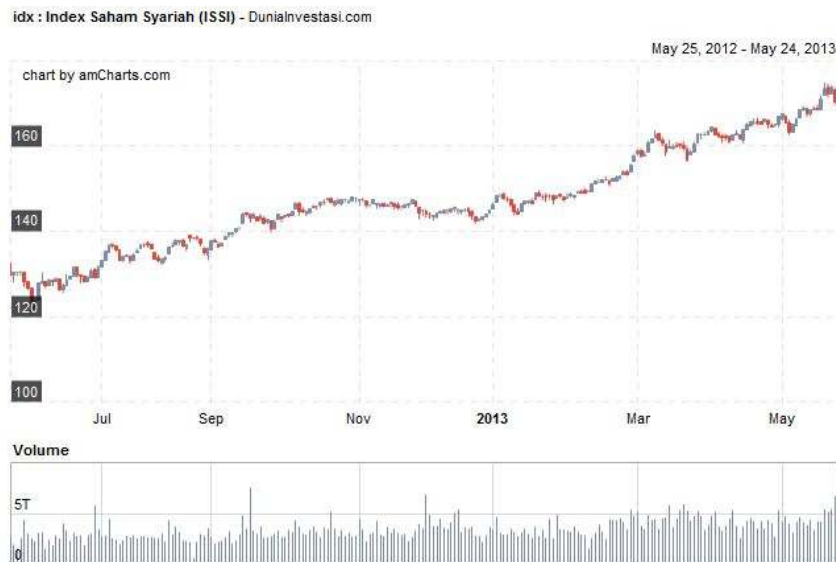
X2 = Tingkat suku bunga Bank Indonesia (*BI Rate* bulanan)

X3 = Jumlah uang beredar (M2)

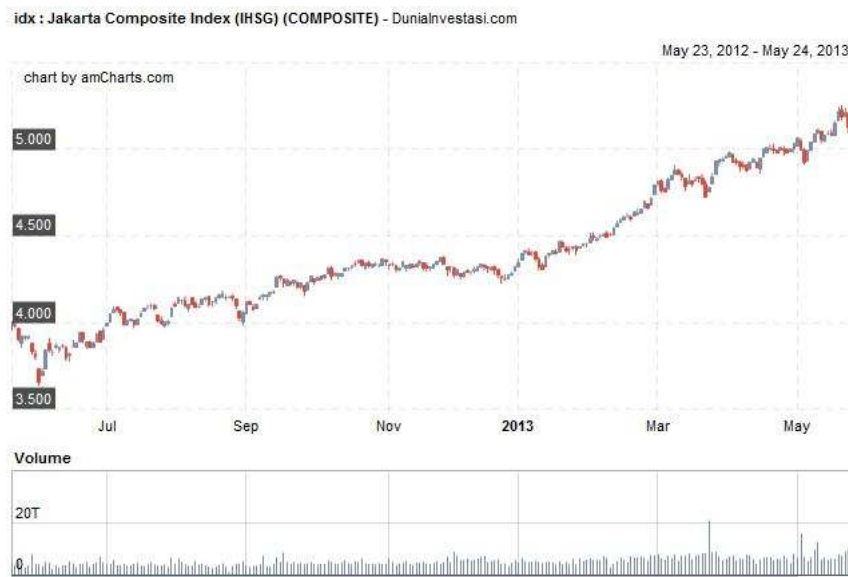
e = *Standar Error*

HASIL PENELITIAN

Berdasarkan pergerakan indeks sejak dibukanya ISSI pada bulan Mei 2011, tercatat ISSI mengalami pertumbuhan yang berkesinambungan apabila dibandingkan dengan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). ISSI tercatat sudah mengalami pertumbuhan hingga 27,09% sampai dengan bulan April 2013. Sementara IHSG hanya mengalami pertumbuhan 24,29% selama periode pengamatan. Grafik perkembangan kinerja ISSI dan IHSG selama periode pengamatan disajikan dalam Gambar 1 dan 2 berikut ini:



Gambar 1
Perkembangan ISSI



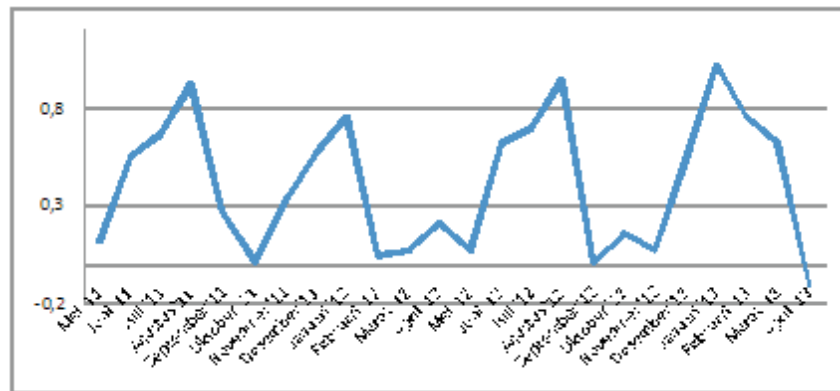
Gambar 2
Perkembangan IHSG

Berdasarkan Gambar 1 dan 2, terlihat pergerakan ISSI dan IHSG yang hampir sama. Hal ini terjadi karena konstituen ISSI merupakan bagian dari IHSG. Pergerakan yang positif ini dinilai sangat menguntungkan bagi para investor. Hingga saat harga penutupan ISSI pada bulan April 2013 tercatat 166,912 poin meningkat drastis dari awal pembukaan pada bulan Mei 2011 yaitu 123,812 poin. Peningkatan ini sebagai hasil dari perkembangan keuangan syariah di Indonesia yang dinilai sangat cocok dengan kultur negara Indonesia yang didominasi oleh umat muslim. Pertumbuhan ekonomi yang baik juga mendorong penguatan kinerja ISSI ke arah positif, sementara tingkat inflasi yang masih cukup terkendali dan tingkat suku bunga yang stabil menghasilkan iklim investasi yang sangat ideal bagi para investor. Dengan peningkatan yang cukup signifikan tersebut, ISSI akan mampu menarik minat investor untuk menanamkan dananya pada saham-saham syariah di Indonesia sehingga berdampak pada peningkatan pertumbuhan ekonomi Indonesia.

Perkembangan tingkat inflasi bulanan di Indonesia pada periode pengamatan yaitu selama bulan Mei 2011 sampai dengan bulan April 2013 ditampilkan dalam Gambar 3.

Berdasarkan Gambar 3 terlihat pergerakan inflasi selama periode pengamatan cukup fluktuatif meskipun masih dianggap sebagai inflasi yang terkendali. Pada awal tahun 2013 terjadi inflasi yang cukup tinggi yaitu mencapai 1,03%. Hal itu terlihat pada kenaikan harga-harga di sektor riil seperti kenaikan hortikultura yang berspekulasi pada awal tahun. Kenaikan hortikultura disebabkan oleh faktor cuaca yang buruk yang melanda daerah penghasil. Inflasi juga disebabkan karena kegiatan distribusi yang terganggu akibat banjir di awal tahun 2013. Namun akhir-akhir ini tingkat inflasi dapat ditekan seiring dengan dikeluarkannya kebijakan pemerintah terkait impor hortikultura agar dapat menekan harga di pasaran.

Perubahan *BI Rate* yang signifikan akan berdampak terhadap arus investasi. Kebijakan Bank Indonesia dalam meningkatkan suku bunga akan mempengaruhi kinerja pasar modal dan perbankan. Berikut ini adalah grafik pergerakan suku bunga bulanan selama periode pengamatan yaitu selama bulan Mei 2011 sampai bulan April 2013; Berdasarkan Gambar 4, secara keseluruhan tingkat suku bunga cenderung menurun namun tidak signifikan. Kebijakan ini diambil oleh Bank Indonesia dikarenakan penurunan tingkat suku bunga akan dapat merangsang arus investasi dan



Gambar 3
Perkembangan Tingkat Inflasi Bulanan Indonesia

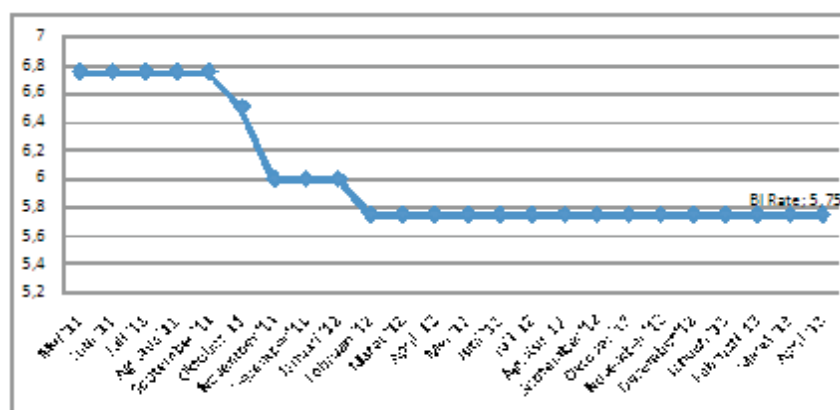
penyaluran kredit kepada masyarakat yang nantinya akan berdampak pada peningkatan pertumbuhan ekonomi Indonesia.

Penurunan tingkat suku bunga juga berdampak pada meningkatnya permintaan terhadap saham-saham di pasar modal karena investor melihat peluang yang lebih baik daripada menginvestasikan dananya di perbankan yang suku bunganya semakin menurun. Sejak bulan Februari 2012, Bank Indonesia menetapkan tingkat suku bunga sebesar 5.75%.

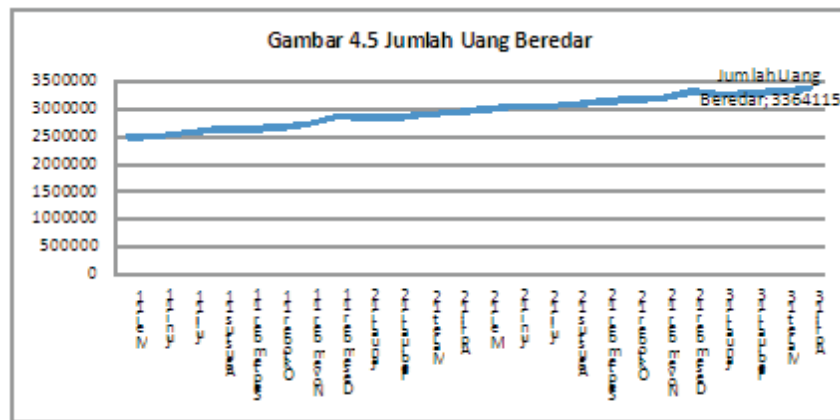
Selama periode pengamatan perkembangan jumlah uang beredar terus mengalami peningkatan. Berikut ini adalah pergerakan jumlah uang beredar di Indonesia dalam arti luas selama periode pengamatan yaitu selama bulan Mei 2011 sampai bulan April 2013.

Berdasarkan Gambar 5 dapat dilihat bahwa pergerakan jumlah uang beredar cenderung meningkat secara stabil selama periode penelitian. Hal ini sebagai kebijakan pemerintah bersama Bank Indonesia untuk mendorong perekonomian Indonesia serta untuk meningkatkan kemampuan masyarakat dalam hal konsumsi maupun investasi. Jumlah uang beredar tahun 2013 diperkirakan mencapai Rp3.364 Triliun yang mengalami peningkatan dari tahun-tahun sebelumnya.

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas menunjukkan bahwa ketiga variabel bebas dari model regresi yang digunakan tidak terdapat gejala multikolinearitas yang ditunjukkan dengan nilai *tolerance* lebih besar dari 0,1 dan nilai VIF lebih kecil dari 10. Hal ini berarti model regresi dikatakan baik karena



Gambar 4
Perkembangan BI Rate



Gambar 5
Perkembangan Jumlah Uang Beredar (M2)

tidak terdapat gejala multikolinearitas pada variabel bebasnya. Sementara pengambilan keputusan ada atau tidaknya autokorelasi dengan menggunakan uji Durbin-Watson dengan kriteria sebagai berikut:

- $DU < DW < 4-DU$ maka tidak terjadi autokorelasi
- $DW < DL$ atau $DW > 4-DL$ maka terjadi autokorelasi
- $DL < DW < DU$ atau $4-DU < DW < 4-DL$, artinya tidak ada simpulan yang pasti.

Nilai DU dan DL dapat diperoleh pada tabel statistik Durbin Watson. Dengan $n = 24$, dan $k = 3$, maka didapat nilai $DU = 1,6565$ dan $DL = 1,1010$. Jadi nilai $4-DU = 2,3435$ dan $4-DL = 2,899$. Berdasarkan hasil output tersebut, diketahui nilai Durbin-Watson sebesar 1,810. Karena nilai DW terletak antara $DU < DW < 4-DU$ ($1,6565 < 1,810 < 2,3435$), maka hasilnya menunjukkan bahwa model regresi tidak terjadi gejala autokorelasi. Dengan demikian, dapat disimpulkan tidak terjadi gejala multikolinearitas dan autokorelasi pada persamaan multiregresi yang terbentuk.

Tabel 1
Hasil Uji Asumsi Klasik

Variabel	Tolerance	VIF
Inflasi	0.983	1.017
BI Rate	0.237	4.222
JUB (M2)	0.239	4.187
DW-Stat	1.81	

Sumber: Hasil olah data.

Analisis ini digunakan untuk mengetahui atau meramalkan pengaruh variabel Inflasi, Suku Bunga (*BI Rate*), dan Jumlah Uang Beredar (M2) terhadap ISSI selama periode bulan Mei 2011 hingga bulan April 2013.

Tabel 2
Hasil Estimasi Regresi Berganda

Koefisien	β	Std. Error
(Constant)	2.777	0.812
Inflasi	-0.005	0.007
BI Rate	0.488	0.326
JUB (M2)	1.162	0.23

Sumber: Hasil olah data.

Berdasarkan Tabel 2, maka hasil pengujian regresi linier berganda dapat disusun persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = 2,777 - 0,05X_1 + 0,488X_2 + 1,162X_3$$

Berdasarkan persamaan regresi tersebut, maka dapat dilakukan uji hipotesis yang hasilnya disajikan pada Tabel 3. Secara parsial, hanya jumlah uang beredar yang berpengaruh signifikan terhadap ISSI ($Sig.t < \alpha$ (0.05)). Tingkat inflasi dan suku bunga tidak memiliki pengaruh signifikan. Secara simultan, seluruh variabel berpengaruh signifikan terhadap fluktuasi ISSI ($Sig.F < \alpha(0.05)$). Berdasarkan Tabel 5, nilai *adjusted R²* adalah

sebesar 0,718 yang menunjukkan bahwa ketiga variabel bebas mampu menjelaskan 71,8% variasi variabel terikat, sedangkan sisanya yaitu sebesar 28,2% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan ke dalam model regresi. Nilai *adjusted R²* yang cukup besar tersebut menunjukkan hubungan yang cukup kuat antara variabel terikat dan variabel bebas yang mempengaruhinya. Nilai koefisien korelasi (R) sebesar 0,869 atau 86,9% menunjukkan bahwa ada hubungan yang positif dan cukup kuat antara ketiga variabel bebas terhadap variabel terikatnya.

Tabel 3
Hasil Uji Hipotesis

Koefisien	Sig.t
Inflasi	0.462
BI Rate	0.150
JUB (M2)	0.000
Sig.F	.000 ^b
Adj.R ²	71.80%

Sumber: Hasil olah data.

PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil estimasi regresi berganda, terlihat bahwa inflasi memiliki hubungan yang negatif terhadap ISSI meskipun tidak signifikan. Artinya apabila inflasi meningkat 1%, maka ISSI akan merespon dengan penurunan sebesar 0,05 poin. Hal ini juga dikuatkan pada pengujian secara parsial yang menunjukkan hubungan negatif antara inflasi dengan ISSI. Oleh karena itu, hipotesis penelitian yang menduga bahwa inflasi mempunyai pengaruh negatif terhadap ISSI adalah benar meskipun tidak signifikan. Karena selama periode pengamatan, inflasi Indonesia tergolong stabil dan terkendali rendah dimana setiap bulannya rata-rata inflasi berkisar 0,44%, yang berarti dalam kondisi normal dalam perekonomian negara berkembang sehingga investor tidak memandang kenaikan inflasi sebagai hambatan yang berarti.

Secara teori, inflasi memicu ketidakpastian ekonomi di masa depan, sehingga masyarakat investor akan lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan termasuk dalam hal berinvestasi. Hasil ini mendukung

penelitian yang dilakukan oleh Zuhri (2006), Nugroho (2008), Hajiji (2008), dan Thobbary (2009) yang menunjukkan bahwa inflasi memiliki pengaruh negatif terhadap indeks harga saham. Hasil penelitian ini tidak mendukung studi yang dilakukan Rosialita (2006), yang menyatakan bahwa inflasi justru berpengaruh positif dan signifikan terhadap fluktuasi IHSG.

Berdasarkan hasil estimasi regresi berganda dan pengujian secara parsial, H2 tidak dapat diterima karena parameter angka koefisien tingkat suku bunga pada hasil regresi berganda adalah positif. Artinya, terdapat hubungan positif antara tingkat suku bunga terhadap ISSI. Hasil pengujian secara parsial juga menunjukkan hubungan yang positif dan tidak signifikan antara tingkat suku bunga terhadap ISSI. Hubungan positif antara tingkat suku bunga terhadap ISSI mengindikasikan bahwa tidak adanya hubungan substitusi antara sektor perbankan dengan pasar modal. Hal ini berarti, pasar modal bukan merupakan substitusi dari perbankan, tetapi merupakan komplementer perbankan. Hal ini dapat terjadi karena investor menilai masing-masing sektor memiliki karakteristik sendiri sehingga pasar modal dan perbankan dapat berjalan beriringan tanpa ada persaingan yang cukup berarti. Hubungan yang tidak signifikan terjadi karena selama periode pengamatan tingkat suku bunga Indonesia bergerak stabil dengan rata-rata tingkat suku bunga bulanan 6%. Hasil penelitian ini justru bertolak belakang dengan studi yang dilakukan Zuhri (2006), Nugroho (2008), Hajiji (2008) dan Rosialita (2006), bahwa suku bunga memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap fluktuasi indeks sektoral atau gabungan.

Hasil estimasi regresi berganda menunjukkan bahwa jumlah uang beredar (M2) memiliki hubungan positif dan signifikan terhadap ISSI. Artinya, setiap kenaikan jumlah uang beredar sebesar 1%, maka ISSI akan mengalami peningkatan sebesar 1,162 poin. Hal ini juga dikuatkan pada pengujian secara parsial yang menunjukkan hubungan positif dan signifikan antara jumlah uang beredar terhadap ISSI, sehingga H3 yang menduga bahwa jumlah uang beredar mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap ISSI adalah benar. Secara teori, pertumbuhan jumlah uang beredar yang stabil akan meningkatkan daya beli masyarakat sehingga berdampak pula terhadap peningkatan permintaan saham di pasar modal. Hal ini mendukung

penelitian yang dilakukan Zuhri (2006), Nugroho (2008), dan Ishomuddin (2010) yang menjelaskan bahwa pertumbuhan jumlah uang beredar akan mendorong permintaan saham di pasar modal.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil analisis regresi linier berganda, terlihat bahwa tingkat inflasi memiliki hubungan yang negatif terhadap indeks saham syariah Indonesia. Hal ini juga dikuatkan pada pengujian secara parsial yang menunjukkan hubungan negatif dan tidak signifikan antara tingkat inflasi dengan ISSI. Hal ini terjadi karena selama periode pengamatan, tingkat inflasi Indonesia tergolong stabil dan terkendali rendah di mana setiap bulannya rata-rata inflasi berkisar 0,44%. Artinya, masih dalam kondisi yang normal dalam perekonomian negara berkembang, sehingga investor tidak memandang kenaikan inflasi sebagai hambatan yang berarti. Hasil analisis regresi linier berganda menunjukkan variabel tingkat suku bunga BI memiliki pengaruh positif terhadap ISSI. Hubungan positif yang terjadi antara tingkat suku bunga BI dan ISSI mengindikasikan bahwa tidak adanya hubungan substitusi antara sektor perbankan dengan pasar modal. Ini berarti pasar modal bukan merupakan substitusi dari perbankan, akan tetapi merupakan komplementer dari perbankan. Hasil analisis regresi linier berganda juga menunjukkan hasil bahwa variabel jumlah uang beredar memiliki pengaruh positif terhadap ISSI. Hal ini didukung pada pengujian secara parsial yang menunjukkan hubungan positif dan signifikan antara jumlah uang beredar terhadap ISSI. Secara teori, pertumbuhan jumlah uang beredar yang stabil akan meningkatkan daya beli masyarakat sehingga berdampak pula terhadap peningkatan permintaan saham di pasar modal.

Saran

Penelitian ini masih memiliki keterbatasan baik dari segi variabel yang digunakan maupun periode waktu penelitian, sehingga tidak menutup kemungkinan bagi pihak lain untuk melanjutkan maupun meneliti lebih jauh berkaitan dengan tema penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Satrio, Gede Budi, 2006, "Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap IHSG di BEJ Periode 1999-2005 (Dengan Pendekatan ECM)", *Kertas Kerja*, Universitas Diponegoro, Semarang.
- Hajiji, Ajid, 2008, "Pengaruh Kurs USD, Suku Bunga SBI, dan Inflasi Terhadap Perubahan Indeks Harga Saham Gabungan di Bursa Efek Jakarta", *Kertas Kerja*, IPB, Bogor.
- Ishomuddin, 2010, "Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Dalam dan Luar Negeri Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan di Bursa Efek Indonesia (Periode Pengamatan 1991.1-2009.12)", *Kertas Kerja*, Universitas Diponegoro, Semarang.
- Nugroho, Heru, 2008, "Analisis Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, Kurs, dan Jumlah Uang Beredar Terhadap Indeks LQ45", *Tesis*, Program Pascasarjana, Universitas Diponegoro, Semarang.
- Rosialita, Esti, 2006, "Pengaruh Tingkat Bunga SBI, Nilai Kurs Dollars AS, dan Tingkat Inflasi Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan", *Kertas Kerja*, UNBRAW, Malang.
- Thobarry, Achmad Ath, 2009, "Analisis Pengaruh Nilai Tukar, Suku Bunga, Laju Inflasi, dan Pertumbuhan GDP Terhadap Indeks Harga Sektor Properti", *Tesis*, Universitas Diponegoro, Semarang.
- Zuhri, Fahrudin Muh., 2006, "Analisis Pengaruh Inflasi, Jumlah Uang Beredar, *Exchange Rate*, dan *Interest Rate* Terhadap Indeks Jakarta *Islamic Index* Periode 2002-2005", *Kertas Kerja*, STAIN, Surakarta.