

## PENGARUH VARIABEL EKONOMI MAKRO (INFLASI, KURS RUPIAH DAN FLUKTUASI HARGA EMAS DUNIA) TERHADAP RETURN SAHAM SYARIAH

**Yoyok Prasetyo, Mohamad Anton Athoillah, Aden Rosadi**

(Universitas Islam Nusantara Bandung

dan UIN Sunan Gunung Djati Bandung)

Email: [yoyok@uninus.ac.id](mailto:yoyok@uninus.ac.id), [anton\\_athoillah@uinsgd.ac.id](mailto:anton_athoillah@uinsgd.ac.id), [adenrosadi@uinsgd.ac.id](mailto:adenrosadi@uinsgd.ac.id)

**Abstract:** This research is motivated by the existence of variables that influence islamic stock returns in Indonesia. The research aims to identify the influence of macroeconomic variables in the form of: inflation, exchange rate of the Rupiah against the US Dollar and fluctuations in world gold prices on islamic stock returns in Indonesia represented by the Jakarta Islamic Index (JII). The research method used is quantitative with multiple linear regression analysis, with the study period starting January 2016 until December 2017. From the results of the study found that the three macroeconomic variables above simultaneously have a significant effect on the return of JII. As for partially, the inflation variable has no significant effect on the return of JII with a negative correlation. Rupiah exchange rate variable has no significant effect on JII return. While the variable fluctuations in world gold prices have a significant effect on the JII with the positive correlation. The three macroeconomic variables as the above independent variables contribute 25.4% to changes in the dependent variable in the form of return JII. Means that there are still many other variables, both macro and micro which can explain the return of JII. The conclusion obtained from this study is that the three macroeconomic variables simultaneously have a significant effect on the return of JII. But partially there is an effect with positive and negative correlation and some are not influential.

**Keywords:** *Return JII; Inflation; Exchange Rate; Gold Price Fluctuations*

---

**Abstrak:** Penelitian ini dilatarbelakangi oleh adanya beberapa yang berpengaruh terhadap return saham Syariah di Indonesia. Penelitian bertujuan mengidentifikasi pengaruh variabel ekonomi makro pada level nasional maupun internasional. Variabel makro ekonomi level national

berupa: inflasi, kurs Rupiah terhadap Dollar Amerika, adapun variabel makro level internasional berupa fluktuasi harga emas dunia terhadap return saham Syariah di Indonesia yang direpresentasikan dengan Jakarta Islamic Index (JII). Metode penelitian yang digunakan kuantitatif dengan analisis regresi linear berganda, dengan periode penelitian dimulai Januari 2016 sampai dengan Desember 2017. Dari hasil penelitian didapatkan bahwa ketiga variabel makro ekonomi diatas secara simultan berpengaruh signifikan terhadap return JII. Adapun secara parsial, variabel inflasi berpengaruh tidak signifikan terhadap return JII dengan hubungan arah negatif. Variabel kurs rupiah berpengaruh tidak signifikan terhadap return JII. Sedangkan variabel fluktuasi harga emas dunia berpengaruh signifikan terhadap JII dengan arah hubungan positif. Ketiga variabel ekonomi makro sebagai variabel bebas diatas berkontribusi sebesar 25,4% terhadap perubahan variabel terikat yang berupa return JII. Berarti masih banyak variabel lain, baik makro maupun mikro yang dapat menerangkan return JII. Kesimpulan yang diperoleh dari penelitian ini adalah bahwa ketiga variabel ekonomi makro secara simultan berpengaruh signifikan terhadap return JII. Namun secara parsial ada yang berpengaruh dengan hubungan positif maupun negatif dan ada juga yang tidak berpengaruh.

**Kata Kunci:** *Tingkat Keuntungan JII; Inflasi; Kurs Rupiah terhadap Dolar Amerika; Fluktuasi Harga Emas dunia*

## A. Pendahuluan

Membatkannya kesadaran beragama secara umum dikalangan umat Islam Indonesia, diyakini berdampak juga terhadap kesadaran mereka dalam hal muamalah di sektor keuangan.<sup>1</sup> Hal tersebut diketahui dari sektor keuangan Syariah yang terus mengalami pertumbuhan walaupun belum seperti yang diharapkan.<sup>2</sup> Salah satu sektor keuangan Syariah dalam hal pengelolaan dana adalah Pasar Modal dengan Prinsip Syariah.<sup>3</sup> Berbagai produk keuangan dalam pasar modal Syariah saat ini banyak ditawarkan menjadi pengganti produk investasi konvensional.<sup>4</sup> Berbagai variasi produk investasi dengan prinsip Syariah di pasar modal, misalnya: Saham Syariah, Sukuk, Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dan Reksa Dana Syariah.

1 Thomas Pepinsky, *Islamic Finance in Multicultural Indonesia*, [https://courses.cit.cornell.edu/tp253/docs/islamic\\_banking.pdf](https://courses.cit.cornell.edu/tp253/docs/islamic_banking.pdf), diakses 8 Agustus 2018.

2 Jaenal Effendi, "Islamic Insurance: A Potential Niche Market of Indonesia", *Al-Iqtishad: Jurnal Ilmu Ekonomi Syariah (Journal of Islamic Economics)*, Volume 10 (1), January 2018, 207-230.

3 Abdul Qoyum, Milzamalhaq Mardiyah dan Muhammad Rizky Prima Sakti, "Indonesian Capital Market Efficiency: Islamic vis-a-vis Conventional", *Shirkah: Journal of Economics and Business*, Vol. 2 No. 3, September - December 2017, 283-316.

4 Mohamed Sherif dan Devi Lusiana, "Shariah-Compliant Investments and Stock Returns: Evidence from the Indonesian Stock Market", *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, vol. 8 issue 2, 2017, 1-27.

Salah satu instrumen investasi dalam pasar modal dengan prinsip Syariah yang paling populer adalah saham Syariah. Saat ini tercatat sekitar Persentase investor syariah terhadap total investor di Pasar Modal Indonesia terus mengalami peningkatan dalam jumlah yang signifikan. Berikut data perkembangan prosentase jumlah investor yang berbasis Syariah sampai dengan Agustus 2017.

**Tabel 1.** Perkembangan Jumlah Investor berbasis Syariah

No	Tahun	Prosentase (%)
1	2014	0,7
2	2015	1,1
3	2016	2,3
4	2017	3,1

**Sumber:** Harian Republika/17 September 2017, diolah.

Pertumbuhan ini dapat dianggap sebagai indikasi awal besarnya potensi pasar investor Syariah di Indonesia. Hal ini dapat dimaklumi, karena mayoritas penduduk negeri ini adalah muslim. Dalam hal ini, masih ada potensi lain yang akan menstimulus untuk terus bertambah, yaitu seiring dengan pemahanan kaum muslim untuk menerapkan prinsip-prinsip Syariah dalam portofolio investasinya.<sup>5</sup>

Pertumbuhan jumlah investor berbasis saham syariah ini tentunya disatu sisi mengembirakan, namun disisi lain juga menyimpan tantangan. Tantangan yang muncul ialah bagaimana para investor yang berbasis syariah ini dapat mencetak tingkat keuntungan yang tinggi dalam investasinya. Telah dimaklumi bersama, bahwa dalam investasi syariah pun tidak bisa terbebas dari yang namanya risiko, termasuk didalam investasi saham Syariah. Bahkan sama seperti dalam konsep konvensional, saham syariah pun merupakan instrument dengan risiko paling tinggi dibandingkan instrument-instrument Syariah yang lainnya. Dalam rangka meminimasi risiko dan mendapatkan keuntungan yang optimal, maka seorang investor perlu mempunyai keahlian dalam mengolah berbagai berita perkembangan dalam makro ekonomi.<sup>6</sup>

Banyak sekali variabel makro ekonomi yang berpengaruh terhadap pergerakan harga saham, baik level nasional maupun internasional. Di mana pergerakan harga saham ini menjadi faktor penentu return (tingkat keuntungan) dalam investasi saham. Untuk itu sangat perlu seorang investor mengetahui variabel-variabel apa saja yang dapat berpengaruh terhadapnya.

<sup>5</sup> Nimrah Karim, Michael Tarazi dan Xavier Reille, "Islamic Microfinance: An Emerging Market Niche", <http://documents.worldbank.org/curated/en/500601468177566653/pdf/470010ENGLISH01PUBLIC10FocusNote149.pdf>, diakses 8 Agustus 2018.

<sup>6</sup> Indah Yuliana, "Analisis Pengaruh Variabel Makro terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Bursa Efek Indonesia (BEI)", *El-Qudwah*, (04), 2007, 1-15.

Tujuan penelitian ini adalah mengidentifikasi variabel-variabel makro ekonomi, seperti : tingkat suku bunga, Inflasi, perubahan kurs rupiah, cadangan devisa, serta harga komoditas dunia yang berpengaruh terhadap return investasi saham Syariah. Dengan mengetahui variabel apa saja yang berpengaruh serta hubungannya dengan return saham Syariah, serta mempertimbangkan hal tersebut dalam keputusan investasinya diharapkan akan menanggung risiko yang relatif rendah serta mendapatkan hasil yang maksimal. Seorang investor hanya akan fokus pada variabel-variabel makro yang berpengaruh dan menyempitkan variabel yang tidak berpengaruh.

Dalam penelitian ini akan fokus pada return saham Syariah dengan kombinasi variabel makro ekonomi yang berbeda dengan penelitian - penelitian sebelumnya. Penelitian ini mengambil kombinasi variabel makro ekonomi dengan variabel inflasi, kurs rupiah dan harga emas dunia. Kombinasi ini dilatarbelakangi oleh karena adanya teori bahwa return investasi berbanding terbalik dengan inflasi. Demikian halnya dengan kurs mata uang, hal ini dikarenakan masih besarnya posisi investor asing dalam BEI. Demikian juga harga emas dunia, yang disinyalir sebagai alternatif investasi yang berbasis Syariah. Kombinasi variabel makro dalam penelitian mengakomodasi variabel makro level nasional (inflasi, nilai tukar) dan variabel makro level internasional (harga emas dunia).

Berbagai penelitian sebelumnya baik didalam maupun diluar negeri menunjukkan kesimpulan yang berbeda-beda. Hal ini menjadi pendorong yang kuat untuk melakukan penelitian lebih lanjut. Hasil penelitian sebelumnya serta hipotesis yang dikemukakan dalam penelitian ini dapat di tabulasikan sebagai berikut:

**Tabel 2.** Tabel Hasil Penelitian sebelumnya serta hipotesis Penelitian

Variabel	Hasil Penelitian Dalam Negeri	Hasil Penelitian Luar Negeri	Hipotesis Penelitian
Inflasi	Berpengaruh signifikan / tidak	Berpengaruh signifikan	Berpengaruh signifikan
Kurs Mata Uang	Berpengaruh signifikan	Berpengaruh signifikan	Berpengaruh signifikan
Fluktuasi Harga Emas dunia	Berpengaruh signifikan	Berpengaruh tidak signifikan	Berpengaruh signifikan

**Sumber:** Berbagai Penelitian, Diolah

Dalam penelitian ini menggabungkan pengaruh variabel makro ekonomi level nasional dan internasional terhadap return saham syariah. Hasil penelitian ini bisa menjawab variabel ekonomi level mana yang berpengaruh terhadap return saham

syariah. Dengan demikian akan menjadi acuan bagi para investor saham syariah dalam melakukan analisa sebelum memutuskan pembelian saham syariah.

## B. Pembahasan

### 1. Eksistensi Saham Syariah

Pasar modal syariah Indonesia sendiri dinilai cukup bersaing. Pada saat ISSI diluncurkan pada 2011, hingga April 2018 indeks ini sudah tumbuh 44%, dan indeks JII tumbuh 29%. Sedangkan indeks MSCI World Islamic (MIWO) pada kurun waktu periode yang sama tumbuh 25%, indeks FBM Emas Malaysia (FMBS) tumbuh 28%, FBM Hijra Malaysia (FBMHMS) tumbuh 36%, dan indeks Dow Jones Islamic Market (DJIM) tumbuh 75%.<sup>7</sup>

Ada beberapa prinsip syariah agar suatu emiten bisa masuk dan tergolong dalam indeks syariah. Otoritas Jasa Keuangan (OJK) menyeleksi saham syariah dengan beberapa ketentuan. Secara garis besar, ketentuan tersebut terbagi menjadi dua, yakni: *pertama*, emiten tidak melakukan kegiatan usaha yang melanggar prinsip syariah; dan *kedua*, emiten harus memenuhi rasio-rasio keuangan seperti total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total aset tidak lebih dari 45%, serta total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan usaha (revenue) dan pendapatan lain-lain tidak lebih dari 10%.<sup>8</sup> Selain itu, transaksi juga tidak melanggar fatwa DSN-MUI Nomor 80, yang mengatur mengenai mekanisme atau tata cara melakukan transaksi.

Dari sisi pilihan saham syariahnya, yang mengacu pada Daftar Efek Syariah (DES) periode II tahun 2017 (ditetapkan melalui surat Keputusan Dewan Komisiner OJK Nomor KEP-59/D.04/2017 tentang Daftar Efek syariah dan berlaku 1 Desember 2017 sampai dengan 31 Mei 2018), terdapat 358 saham Syariah yang listing di PT Bursa Efek Indonesia (BEI). Sedangkan total emiten yang listing di BEI sebanyak 595 Emiten. Dari kedua data tersebut terlihat mayoritas emiten yang listing di BEI adalah termasuk saham Syariah. Jika dihitung prosentasenya mencapai sekitar 60%. BEI mencatat, saat ini ada 366 saham syariah, dari total 573 saham yang tercatat. Sedangkan pada tahun 2017, saham syariah ada 365 emiten, pada 2016 ada 331 emiten, pada 2015 ada 318 emiten, pada 2014 ada 316 emiten, pada 2013 ada 312 emiten, pada 2012 ada 300 emiten, dan pada 2011 ada 237 emiten. Dengan capaian

<sup>7</sup> Dede Suprayitno (Reporter) dan Sofyan Hidayat (Editor), "Mencari berkah lewat saham syariah".

<sup>8</sup> <https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/regulasi/peraturan-pasar-modal,syariah/Documents/Pages/pojk-15-penerapan-prinsip-syariah-di-pasar-modal/SALINAN-POJK.15%20Prinsip%20Syariah.pdf>, diakses 8 Agustus 2018.

itu, jumlah saham syariah meningkat dengan rata-rata rasio 62% dari total saham tercatat di BEI.<sup>9</sup>

Bursa Efek Indonesia (BEI) sendiri menyediakan tiga indeks syariah yang bisa menjadi acuan dalam berinvestasi, yakni Indonesia Sharia Stock Index (ISSI), Jakarta Islamic Index (JII)<sup>10</sup> dan Jakarta Islamic Index 70 (JII70 Index).<sup>11</sup> Ketiga Indeks saham Syariah diatas, merupakan *subset* dari Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Ketiga indeks tersebut, membantu investor untuk menetapkan prinsip syariah dalam berinvestasi.<sup>12</sup>

## 2. Saham Syariah dalam Bingkai Sektor Keuangan

Menurut Tjiptono Darmaji dan Hendy M. Fakhruddin<sup>13</sup> Saham dapat didefinisikan sebagai tanda atau pemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Secara konsep, saham merupakan surat berharga bukti penyertaan modal kepada perusahaan dan dengan bukti penyertaan tersebut pemegang saham berhak untuk mendapatkan bagian hasil dari usaha perusahaan tersebut serta pemegang saham sebagai salah satu pemilik perusahaan. Konsep penyertaan modal dengan hak bagian hasil usaha ini merupakan konsep yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Prinsip syariah mengenal konsep ini sebagai kegiatan *musyarakah* atau *syirkah*.<sup>14</sup>

Hal ini dipertegas Fatwa DSN MUI No.40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah Di Bidang Pasar Modal. Dimana pengertian Saham Syariah adalah “*bukti kepemilikan atas suatu perusahaan yang memenuhi kriteria sebagaimana tercantum dalam pasal 3, dan tidak termasuk saham yang memiliki hak istimewa.*” Inilah definisi saham Syariah yang diberikan oleh DSN MUI. Sehingga konsekuensinya tidak semua emiten yang listing di PT.Bursa Efek Indonesia (BEI) termasuk saham Syariah. Ada kriteria tertentu yang harus dipenuhi agar emiten tersebut menjadi saham Syariah.

Menurut Peraturan Bapepam LK.II.K.1 tahun 2012 Efek yang dapat dimuat dalam Daftar Efek Syariah (DES) yang ditetapkan oleh Bapepam dan LK, ada dua

9 Dede Suprayitno (Reporter) dan Sofyan Hidayat (Editor), “*Mencari berkah lewat saham syariah*”

10 Aminatus Sholihah dan Nadia Asandimitra, “*Perbandingan Kinerja Indeks Saham Syariah dengan Indeks Konvensional Periode 2011-2016 (Studi Kasus pada ISSI dan IHSG)*”, *Jurnal Ilmu Manajemen*, Volume 5, Nomor 3, Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Surabaya, 2017, 1-9.

11 [www.idx.co.id/idx-syariah/indeks-saham-syariah/](http://www.idx.co.id/idx-syariah/indeks-saham-syariah/), diakses tanggal 15 Oktober 2018 pukul 10.30 WIB

12 Dede Suprayitno (Reporter) dan Sofyan Hidayat (Editor), “*Mencari berkah lewat saham syariah*”, <https://investasi.kontan.co.id/news/mencari-berkah-lewat-saham-syariah>, diakses 8 Agustus 2018

13 Darmadji, Tjiptono dan Hendi M. Fakhruddin, *Pasar Modal di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab*. Salemba Empat: Jakarta, 2006, hal 178

14 Yoyok Prasetyo, *Hukum Investasi dan Pasar Modal Syariah*, Bandung:Minna Publishing, 2017

jenis saham Syariah di Indonesia, yaitu saham Syariah aktif dan saham Syariah pasif. Jenis pertama dikategorikan aktif manakala emiten yang bersangkutan secara sukarela dengan keinginan sendiri menjadikan perusahaan mereka selaras dengan aturan syariat dalam segala hal dan mereka mendeklarasikan bahwa kegiatan usaha serta cara pengelolaannya berdasarkan prinsip-prinsip syariah di pasar modal dalam anggaran dasar mereka<sup>15</sup>

Jenis kedua, adalah efek yang berupa saham, warran HMETD yang diterbitkan oleh emiten atau perusahaan publik yang tidak menyatakan bahwa kegiatan usaha serta cara pengelolaannya usahanya dilakukan berdasarkan prinsip Syariah, tetapi memenuhi kriteria saham Syariah yang ditetapkan Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Emiten jenis ini dinamakan saham emiten pasif, karena memang emiten ini sejak awal berdiri tidak pernah mengumumkan dan menyatakan diri mereka sebagai emiten syariah. Namun setelah diadakan proses seleksi, memenuhi syarat dengan kriteria prinsip syariah yang ditentukan oleh OJK (dahulu Bapepam LK). Maka emiten dan perusahaan publik tersebut dapat digolongkan dan dianggap masuk kedalam kategori saham dengan prinsip syariah yang ditetapkan kedalam Daftar Efek Syariah.<sup>16</sup>

Dari kedua jenis saham Syariah diatas, saham Syariah tipe pasiflah yang paling banyak di BEI. Adapaun saham Syariah tipe aktif jumlahnya sangat terbatas, hanya beberapa, yaitu : PT Bank BRI Syariah, Tbk (BRIS), PT Bank Tabungan Pensiunan Nasional Syariah, Tbk (BTPS) dan PT Bank Panin Dubai Syariah, Tbk (PNBS).

Untuk menjadi saham Syariah pasif, Bapepam LK telah memberikan kriterianya. Kriteria ini mulai diterapkan pada tahun 2006 dan terus mengalami perubahan. Kriteria tersebut dapat dikelompokkan menjadi dua, yaitu: Kriteria kualitatif (*business screening*) dan kriteria kuantitatif (*financial screening*). Kriteria terakhir terdapat pada penyempurnaan Peraturan II.K.1 Tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah tahun 2012, melalui Kep-208/BL/2012, dimana kriteria kualitatif tidak mengalami perubahan namun kriteria kuantitatifnya mengalami perubahan.

Kriteria kualitatif tersebut tersebut adalah harus memenuhi kegiatan usaha yang tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip Syariah. Adapun kegiatan usaha yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah, antara lain:

- 1) Perjudian dan permainan yang tergolong judi;
- 2) Perdagangan yang dilarang menurut syariah, antara lain:

---

15 Agus Gunawan, *Analisa Penerapan Prinsip Syariah di Pasar Modal Konvensional*, Tesis, Universitas Tri Sakti

16 Yoyok Prasetyo, *Hukum Investasi dan Pasar Modal Syariah*, Bandung;Minna Publishing, 2017

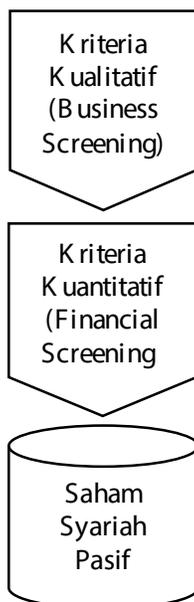
- a) Perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang/ jasa; dan perdagangan dengan penawaran/ permintaan palsu;
- 3) Jasa keuangan ribawi, antara lain:
  - a) Bank berbasis bunga; dan
  - b) Perusahaan pembiayaan berbasis bunga;
- 4) Jual beli risiko yang mengandung unsur ketidakpastian (*gharar*) dan/ atau judi (*maisir*), antara lain asuransi konvensional;
- 5) Memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan dan/ atau menyediakan, antara lain:
  - a) Barang atau jasa haram zatnya (*haram li-dzatihi*);
  - b) Barang atau jasa haram bukan karena zatnya (*haram li-ghairihi*) yang ditetapkan oleh DSN-MUI; dan/atau
  - c) Barang atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.
- 6) Melakukan transaksi yang mengandung unsur suap (*risywah*);

Sedangkan kriteria kuantitatifnya mengalami perubahan yang terdapat dalam pada bagian (b), yaitu: memenuhi rasio-rasio keuangan sebagai berikut:

- (1) Total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total aset tidak lebih dari 45% (empat puluh lima per seratus); atau
- (2) Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan usaha (*revenue*) dan pendapatan lain-lain tidak lebih dari 10% (sepuluh per seratus);

Sehingga proses seleksi/screening saham Syariah pasif berdasarkan kriteria tersebut dapat digambarkan sebagai berikut:

**Gambar 1.** Proses Screening Saham Pasif



Sumber: Peraturan Bapepam LK, diolah

### 3. Indeks Saham Syariah

Dewasa ini, angka indeks merupakan peralatan statistik yang sangat populer guna mengukur perubahan atau melakukan perbandingan antara variabel-variabel ekonomi dan sosial. Perubahan atau perbandingan antar variabel dari waktu ke waktu dan yang dinyatakan dengan angka-angkanya indeks umumnya lebih mudah dimengerti.<sup>17</sup> Jumlah saham Syariah yang banyak mengakibatkan perlunya ada indikator yang dapat mewakili keberadaan saham Syariah tersebut. Disinilah perlunya indeks saham Syariah dibentuk untuk dengan tujuan untuk menggambarkan pergerakan seluruh saham Syariah (populasi). Dengan adanya Indeks saham Syariah akan mempermudah melakukan pengukuran terhadap *return* (tingkat keuntungan) saham Syariah yang jumlahnya banyak tersebut.

Adanya Daftar Efek Syariah (DES) yang ditetapkan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) kemudian menjadi inspirasi PT Bursa Efek Indonesia untuk meluncurkan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). ISSI diluncurkan pada tanggal 12 Mei 2011 merupakan indeks saham yang mencerminkan keseluruhan saham syariah yang tercatat di BEI. Konstituen ISSI adalah keseluruhan saham syariah yang tercatat di BEI dan terdaftar dalam Daftar Efek Syariah (DES) yang diterbitkan oleh OJK. Dalam hal ini BEI tidak melakukan seleksi saham Syariah yang masuk menjadi

<sup>17</sup> Anto Dajan, "Pengantar Metode Statistik jilid 1" Jakarta: LP3ES, 2000

anggota ISSI. Konstituen ISSI mengikuti review Daftar Efek Syariah yang dilakukan OJK sebanyak dua kali dalam setahun, yaitu bulan Mei dan November.

Sebagaimana di ketahui bahwa sebelum adanya ISSI, sudah dikenal Jakarta Islamic Index (JII). JII adalah indeks saham Syariah yang pertama kali diluncurkan di Indonesia, yaitu pada tanggal 3 Juli 2000. Sebelum adanya DES konstituen atau anggota JII ditetapkan oleh PT Bursa Efek Jakarta (BEJ) dengan Dewan Syariah PT. Danareksa Investment Manajemen (DIM). Namun demikian setelah adanya DES ini, maka sesuai ketentuan yang ada PT Bursa Efek Indonesia melakukan penyesuaian. DES dijadikan dasar konstituen Jakarta Islamic Index (JII). Sehingga JII adalah saham-saham yang masuk DES, kemudian diranking berdasarkan kapitalisasi dan likuiditas pasar, sehingga 30 terbaik itulah yang masuk kedalamnya.<sup>18</sup> Review saham Syariah yang masuk kedalam JII dilakukan oleh BEI sebanyak dua kali juga dalam setahun, yaitu bulan Mei dan November. Mengutip pada halaman website BEI, kriteria yang digunakan untuk menyeleksi menjadi konstituen JII adalah sebagai berikut:<sup>19</sup>

- Saham Syariah yang masuk dalam konstituen ISSI telah tercatat selama 6 bulan terakhir
- Dipilih 60 Saham berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar tertinggi selama satu tahun terakhir
- Dari 60 saham tersebut, kemudian dipilih 30 saham berdasarkan rata-rata nilai transaksi harian dipasar reguler tertinggi
- 30 Saham yang tersisa merupakan saham terpilih.

Sehingga konstituen atau saham Syariah anggota JII, selain termasuk saham Syariah yang halal karena memenuhi kriteria syariah yang sudah ditetapkan, juga merupakan saham Syariah yang memiliki kapitalisasi pasar yang yang besar dan mempunyai likuiditas transaksi yang tinggi pula. Perhitungan JII menggunakan dasar tanggal 1 Januari 1995 dengan nilai dasar 100.

Selain kedua indeks diatas, pada tanggal 17 Mei 2018, BEI meluncurkan. Adapun kriteria yang digunakan dalam menyeleksi konstituen JII70, sebagaimana dikutip dari website BEI adalah sebagai berikut:<sup>20</sup>

- Saham Syariah yang masuk dalam konstituen ISSI telah tercatat selama 6 bulan terakhir

18 Yoyok Prasetyo, *Hukum Investasi dan Pasar Modal Syariah*, Bandung:Minna Publishing, 2017

19 [www.idx.co.id/idx-syariah/indeks-saham-syariah/](http://www.idx.co.id/idx-syariah/indeks-saham-syariah/), diakses tanggal 15 Oktober 2018 pukul 10.45

WIB

20 [www.idx.co.id/idx-syariah/indeks-saham-syariah/](http://www.idx.co.id/idx-syariah/indeks-saham-syariah/), diakses tanggal 15 Oktober 2018 pukul 10.45 WIB

- Dipilih 150 saham berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar tertinggi selama 1 tahun terakhir
- Dari 150 saham tersebut, kemudian dipilih 70 saham berdasarkan rata-rata nilai transaksi harian dipasar reguler tertinggi
- 70 saham yang tersisa merupakan saham terpilih

Sama seperti hal ISSI dan JII, review JII70 juga dilakukan dua kali dalam setahun, yaitu bulan Mei dan November setiap tahunnya. Perbedaan JII dan JII70 hanya pada jumlah konstituennya, dimana JII70 lebih banyak dari JII.

Dengan demikian, BEI saat ini mempunyai tiga indeks saham syariah, yaitu Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dan Jakarta Islamic Indeks (JII) dan Jakarta Islamic Index 70 (JII70 Index). Ketiga Indeks saham Syariah diatas, merupakan *subset* dari Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Anggota indeks saham Syariah juga anggota IHSG, namun tidak semua anggota IHSG anggota Indeks saham Syariah.

#### 4. Return Saham Syariah

Return atau keuntungan dalam investasi saham dibedakan menjadi dua jenis, yaitu *realized return* (return realisasi) dan *expected return* (return yang diharapkan). *Realized return* merupakan return yang telah terjadi dan dihitung berdasarkan data historis dan dapat digunakan sebagai salah satu alat pengukur kinerja perusahaan serta sebagai dasar penentuan *expected return*. *Expected return* adalah return yang diharapkan akan diperoleh investor masa yang akan datang. Menurut Hartono<sup>21</sup> return saham merupakan keseluruhan dari *capital gain (loss)* dan *yield*. *Capital gain (loss)* merupakan selisih antara harga jual saham dengan beli saham, sedangkan *yield* merupakan hasil atau pendapatan yang diperoleh dari investasi saham berupa dividen.

Return saham yang paling sering digunakan untuk acuan investor adalah *capital gain*. Dikarenakan jumlah saham Syariah yang jumlahnya banyak maka akan diwakili oleh JII, sehingga return yang digunakan adalah return JII. Perhitungan JII dilakukan dengan menggunakan metode perhitungan indeks dengan bobot kapitalisasi pasar (*market cap weighted*). Perhitungan indeks ini mencakup penyesuaian-penyesuaian (*adjustment*) akibat berubahnya data emiten yang disebabkan oleh *corporate action*. Perhitungan indeks secara umum sebagai berikut:

$$\text{Indeks} = \frac{\text{Nilai Pasar}}{\text{Nilai Dasar}} \times 100$$

Adapun nilai pasar dirumuskan sebagai berikut:

---

21 Jogyanto, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi kelima. Yogyakarta: BPEE.2003, hal 110

Nilai Pasar =  $p_1q_1 + p_2q_2 + \dots + p_iq_i + p_nq_n$

Dimana:

$p$  = *Closing price* (harga yang terjadi) untuk emiten ke-i.

$q$  = Jumlah saham yang digunakan untuk penghitungan indeks (jumlah saham yang

tercatat) untuk emiten ke-i.

$n$  = Jumlah emiten yang tercatat di BEI (jumlah emiten yang digunakan untuk perhitungan

indeks)

Manurut Syarul <sup>22</sup>“*return* adalah pengembalian hasil atau laba atas surat berharga atau investasi modal, biasanya dinyatakan dalam suatu tingkat persentase”.

Rumus *Actual Return* indeks dinyatakan sebagai berikut:

$$RT = \frac{Pt - Pt - 1}{Pt - 1}$$

Dimana:

RT : Return Indeks periode T

Pt : Indeks periode pengamatan

Pt-1 : Indeks periode sebelum pengamatan

## 5. Variabel Makro Ekonomi dan Return Saham Syariah

Menurut Mankiw <sup>23</sup>konsep makro ekonomi adalah sebuah kajian tentang gejala atau fenomena sebuah perekonomian secara luas di suatu Negara, mencakup inflasi, suku bunga, nilai tukar dan pertumbuhan ekonomi yang mempengaruhinya. Secara teori, banyak terdapat indikator yang dapat mengukur variabel makro, termasuk didalamnya indikator politik ekonomi. Namun demikian dari sekian banyak indikator yang cukup lazim digunakan untuk memprediksi fluktuasi saham adalah variabel yang secara langsung dikendalikan melalui kebijakan moneter dengan mekanisme transmisi melalui pasar keuangan. Variabel-variabel tersebut meliputi tingkat bunga, laju inflasi, dan kurs valuta asing.

### a) Inflasi

Menurut Tandelilin <sup>24</sup>inflasi adalah kecenderungan terjadinya peningkatan harga produk-produk secara keseluruhan sehingga terjadi penurunan daya beli

22 Syarul G, *Kiat berinvestasi* Jakarta : Erlangga, 2000

23 Mankiw, N. Gregory, *Teori Makroekonomi* Edisi Kelima. Terjemahan. Jakarta: Penerbit Erlangga, 2003

24 Tandelilin, Eduardus. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta : BPFE, 2001

uang. Sedangkan Sukirno<sup>25</sup> menjelaskan bahwa inflasi merupakan suatu proses kenaikan harga-harga yang berbeda dalam sesuatu perekonomian. Lebih lanjut Madura<sup>26</sup> dan Diantoro<sup>27</sup> menjelaskan bahwa inflasi adalah kenaikan harga-harga atas barang dan jasa dalam kurun waktu tertentu. Inflasi terjadi ketika harga-harga terus merangkak naik sebagai akibat pertumbuhan ekonomi atau terlalu banyaknya uang yang beredar di pasaran.

Menurut Nanga<sup>28</sup> inflasi dapat digolongkan menjadi tiga kategori, yaitu inflasi sedang, ganas, dan *hiperinflasi*. Inflasi secara umum sering dipahami sebagai meningkatnya harga barang secara keseluruhan. Dengan demikian, terjadi penurunan daya beli uang atau *decreasing purchasing power of money*.

Menurut Gadang<sup>29</sup> inflasi merupakan faktor yang membahayakan bagi perekonomian suatu negara. Besarnya inflasi juga dapat berpengaruh pada harga saham serta mampu mempengaruhi permintaan saham. Inflasi adalah keadaan dimana harga barang mengalami kenaikan dan berlangsung terus menerus. Ketika suatu negara mengalami kenaikan inflasi yang tinggi dan bersifat *uncertainty* (tidak menentu) maka resiko dari investasi dalam asset keuangan akan meningkat serta mata uang domestik akan melemah terhadap mata uang global.

## b) Kurs Mata Uang

Danika Reka (2013) nilai tukar mata uang asing (*exchange rate*) adalah hubungan nilai diantara satu kesatuan mata uang asing dan kesatuan mata uang dalam negeri. Madura<sup>30</sup> menjelaskan bahwa nilai tukar atau kurs mengukur nilai suatu valuta dari perspektif valuta lain. Sukirno<sup>31</sup> nilai tukar valuta asing dapat didefinisikan sebagai jumlah uang domestik yang dibutuhkan, yaitu rupiah yang dibutuhkan untuk memperoleh satu unit mata uang asing. Jadi jika kurs rupiah sebesar 14.000 per Dollar Amerika, Artinya untuk mendapatkan satu Dollar Amerika harus ditukar dengan rupiah sebanyak Rp.14.000. Sedangkan dalam Mankiw terjemahan Chriswan Sungkono, nilai tukar adalah nilai yang digunakan seseorang saat menukar mata uang suatu negara dengan mata uang negara lain. Jadi Nilai tukar IDR/USD merupakan nilai atau harga rupiah yang diekspresikan dalam mata uang dollar, dimana nilainya dipengaruhi oleh penawaran dan permintaan.

25 Sukirno, Sadono, *Makro Ekonomi Teori Pengantar*. PT Raja Grafindo Persada. Jakarta, 2006

26 Madura, Jeff, *International Financial Management*. Jakarta: Erlangga, 2000

27 Diantoro, Yimi S.T. *Emas, Investasi & Pengolahannya*. Jakarta: PT Gramedia, 2010

28 Nanga, Muana, *Makro Ekonomi: Teori, Masalah, dan Kebijakan*, Jakarta: PT Grafindo Persada, 2005

29 Ganggas, Gadang, Darminto dan Moch Dzulkiron. *Pengaruh Faktor Mikro dan Faktor Makro Ekonomi Terhadap Harga Saham Perusahaan Mining And Mining Services yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. *Administrasi Bisnis* 6(2), 2013

30 Madura, Jeff, *International Financial Management*. Jakarta: Erlangga, 2000

31 Sukirno, Sadono, *Makro Ekonomi Teori Pengantar*. PT Raja Grafindo Persada. Jakarta, 2006

Menguatnya nilai tukar (kurs) mata uang suatu negara terhadap negara lain dapat menandakan bahwa keadaan ekonomi negara tersebut sedang baik. Demikian pula sebaliknya, perubahan nilai tukar (kurs) mata uang suatu negara yang cenderung melemah seringkali dipandang negatif. Apabila kurs rupiah melemah, berarti nilai dolar AS akan menguat. Dengan begitu, mereka yang memegang dolar AS akan diuntungkan. Sebab dolar yang didapat bila dikonversikan ke rupiah, jumlah rupiah yang didapat lebih banyak dari sebelum melemahnyarupiah.

Menurut Sunariyah<sup>32</sup> bagi investor, *depresiasi* (pelemahan) rupiah terhadap dollar menandakan bahwa prospek perekonomian Indonesia suram. Hal ini disebabkan *depresiasi* rupiah dapat terjadi apabila faktor fundamental perekonomian Indonesia tidaklah kuat. Robert Ang<sup>33</sup> mengatakan hal ini tentunya menambah resiko bagi investor apabila hendak berinvestasi di bursa saham Indonesia. Investor tentunya akan menghindari resiko, sehingga investor akancenderung melakukan aksi jual dan menunggu hingga situasi perekonomian dirasakan membaik.

Kurs rupiah memang tidak stabil, terkadang menguat(*terapresiasi*), kadang melemah (*terdepresiasi*) terhadap dolar. Ada beragam faktor yang menyebabkan melemahnya kurs rupiah. Mulai dari *diferensiasi* inflasi, *diferensiasi* suku bunga, defisit neraca berjalan, utang publik, ketentuan perdagangan, sampai stabilitas politik dan ekonomi. Indonesia menggunakan sistem nilai tukar berupa nilai tukar mengambang bebas dimana nilai tukar mata uang sepenuhnya ditentukan oleh mekanisme pasar tanpa ada campur tangan Bank Sentral.

### c) Harga Emas Dunia

Emas merupakan logam mulia yang mempunyai nilai peradaban yang tinggi. Emas sudah dikenal manusia diseluruh penjuru dunia sejak dahulu kala. Logam mulia ini bisa dalam bentuk perhiasan maupun dalam bentuk batangan yang dijadikan symbol kekayaan. Emas sering disebut dengan istilah “*Barometer of fear*”. Pada saat orang-orang cemas dengan situasi perekonomian, mereka cenderung untuk membeli emas untuk melindungi nilai kekayaan mereka. Dua macam situasi ekonomi yang sering membuat orang cemas adalah *inflasi* dan *deflasi*. Emas telah terbukti sebagai sarana penyimpanan kekayaan yang tahan baik terhadap inflasi maupun deflasi.

Menurut Sunariyah<sup>34</sup> salah satu bentuk investasi yang cenderung bebas resiko adalah emas. Bagi investor ketika melakukan investasi, mereka lebih memilih

32 Sunariyah., *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Edisi Kelima. UPP STIM YKPN. Yogyakarta, 2006

33 Ang, Robert, *Buku Pintar : Pasar Modal Indonesia*. Mediasoft Indonesia, 1997

34 Sunariyah., *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Edisi Kelima. UPP STIM YKPN. Yogyakarta, 2006

investasi dengan tingkat imbal hasil tinggi dengan risiko pada tingkat tertentu atau tingkat imbal hasil tertentu dengan risiko yang rendah.

Pandangan tradisional mengenai permintaan emas sebagai aset dipercaya bahwa emas dapat memberikan lindung nilai yang efektif terhadap inflasi dan bentuk lainnya dari ketidakpastian. Namun, menurut Aggarwal<sup>35</sup> kenyataannya dapat berbeda sebab emas mungkin dalam jangka panjang dapat menjadi lindung nilai terhadap inflasi tetapi dalam jangka pendek dapat terjadi volatilitas harga. Hal ini menunjukkan bahwa pergerakan harga emas akan mempengaruhi harga saham karena dapat digunakan sebagai substitusi dari saham itu sendiri.

Emas memiliki supply yang terbatas dan tidak mudah didapat, sementara permintaan terhadap emas tidak pernah berkurang, akibatnya harga emas cenderung mengalami kenaikan dari tahun ke tahun. Ketika permintaan emas di pasar lokal maupun dunia naik, maka akan mendorong naik harga emas. Jumlah cadangan emas di perut bumi bertambah seiring pertambahan jumlah populasi manusia, yaitu sekitar 1,5 persen per tahun. Jadi emas selalu cukup, namun selalu langka. Penambangan dan pengolahan emas terbatas, sehingga emas tetap saja langka

Pada kenyataan sehari-hari, harga emas tidak hanya tergantung kepada situasi permintaan dan penawaran, atau *supply and demand*. Harga emas juga dipengaruhi oleh situasi perekonomian secara keseluruhan. Kurniawan<sup>36</sup> menyatakan beberapa situasi ekonomi yang dapat mendorong naiknya harga emas:

1. Kepanikan finansial secara global
2. Angka inflasi naik tidak terkendali
3. Kejadian politik besar yang mempengaruhi
4. Kurs dollar menguat
5. Kenaikan harga minyak dan harga komoditas pada umumnya
6. Naiknya permintaan emas sebagai cadangan devisa Negara
7. Naiknya konsumsi emas dunia dan permintaan emas di pasar lokal

## **6. Pengaruh Variable Makro Ekonomi terhadap Return Saham Syariah**

Pada penelitian ini digunakan data yang bersifat kuantitatif dengan analisis regresi linear berganda dengan periode penelitian Januari 2016 sampai dengan Desember 2017. Data sekunder berupa Return Jakarta Islamic Index atau biasa

---

<sup>35</sup> Aggarwal, R, "Gold Markets", in: Newman, P., Milgate, M., Eatwell, J. (eds.) *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance (Volume 2)*, Basingstoke, Macmillan, 1992, pp. 257-258.

<sup>36</sup> Kurniawan, Endy J, 2011, "Think Dinar! Berpikir Dinar, Muslim Kaya Hari Ini, Super Kaya di Masa Depan, Asma Nadia Publishing House.

dikenal dengan singkatan JII. Data dalam bentuk prosentase (%) return tersebut dalam periode bulanan. Dimana jika positif berarti mengalami kenaikan dibandingkan bulan sebelumnya dan jika negative berarti mengalami penurunan dibandingkan bulan sebelumnya. JII kami peroleh melalui web site PT Bursa Efek Indonesia (IDX) dalam data pasar laporan statistik.

Untuk data inflasi bulanan *year on year* (yoy) dengan satuan persen (%), yang berarti besarnya inflasi selama setahun yang dihitung dari bulan yang sama tahun sebelumnya. Data ini peroleh dari website Bank Indonesia dalam moneter data inflasi.

Data kurs rupiah terhadap Dollar Amerika mengalami perubahan setiap saat. Dan kurs rupiah ini juga berbeda antara kurs beli dan kurs jual. Untuk itu kita gunakan kurs tengah bulanan. Kurs ini dapat kita peroleh dari kalkulator kurs tengah Bank Indonesia. Data ini dalam satuan Rp/USD.

Untuk fluktuasi harga emas dunia, kami hitung berdasarkan perubahan harga emas *per troy ounce* dalam satuan dollar Amerika. Nilai tersebut kami peroleh dari website <https://harga-emas.org/history-harga>. Data ini berupa kenaikan atau penurunan *per troy ounce* dalam satuan US\$.

Berikut data return JII, inflasi, Kurs rupiah terhadap Dollar dan Harga Emas dunia :

**Tabel 3.** Data Return JII, Inflasi, Kurs Rupiah serta Harga Emas

Bulan	Return JII	Inflasi	Kurs Rupiah	Harga Emas
Januari 16	1,56	4,14	13.889,05	56,70
Februari	4,75	4,42	13.515,70	106,80
Maret	1,69	4,45	13.193,14	1,30
April	0,09	3,60	13.179,86	76,10
Mei	-0,67	3,33	13.419,65	-77,40
Juni	7,01	3,45	13.355,05	108,60
Juli	4,65	3,21	13.118,82	14,60
Agustus	2,79	2,79	13.165,00	-43,90
September	-0,96	3,07	13.118,24	2,90
Oktober	0,03	3,31	13.017,24	-43,00
November	-7,73	3,58	13.310,50	-115,30
Desember	1,67	3,02	13.417,67	-16,10

Januari 17	-0,69	3,49	13.358,71	61,00
Pebruari	1,27	3,83	13.340,84	51,88
Maret	2,90	3,61	13.345,50	3,20
April	2,76	4,17	13.306,39	19,10
Mei	-0,61	4,33	13.323,35	13,08
Juni	2,17	4,37	13.298,25	-20,67
Juli	-0,16	3,88	13.342,10	26,67
Agustus	-0,28	3,82	13.341,82	44,13
September	-1,74	3,72	13.303,47	-44,45
Oktober	-0,63	3,58	13.526,00	-9,63
November	-1,70	3,30	13.527,36	-0,10
Desember	6,36	3,61	13.556,21	16,74

Sumber:IDX, Bank Indonesia, <https://harga-emas.org/history-harga>, Diolah

Dalam penelitian ini, variabel bebas (*independent*) berupa variabel makro ekonomi yaitu : Inflasi, kurs rupiah terhadap dollar Amerika serta fluktuasi harga emas dunia. Sedangkan variabel terikat (*dependent*) adalah persentase return Jakarta Islamic Index (JII).

Persamaan regresi liner bergandadapat diformulasikan secara umum sebagai berikut sebagai berikut :

$$Y = a + b X_1 + c X_2 + dX_3 + e$$

dimana Y = Return JII

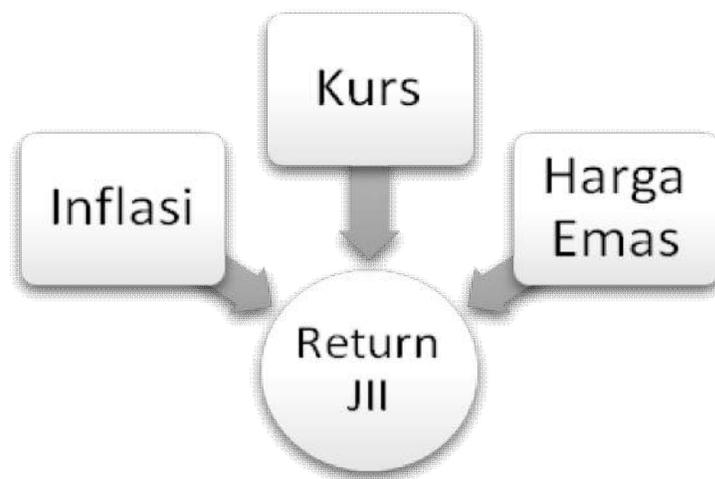
a = Konstanta

X<sub>1</sub> = Inflasi

X<sub>2</sub> = Perubahan kurs rupiah terhadap dollar Amerika

X<sub>3</sub> = Fluktuasi harga emas dunia

Sedangkan kerangka berpikir dalam penelitian ini dapat dilustrasikan dengan gambar sebagai berikut:



**Gambar 2.** Kerangka Berpikir

Hipotesis yang dikemukakan dalam penelitian ini berdasarkan uraian diatas adalah sebagai berikut:

$H_{a_1}$  : Variabel makro ekonomi (Inflasi, Kurs Rupiahserta fluktuasi harga emas dunia) secara bersama-sama/ simultanberpengaruh signifikan terhadap Return JII.

$H_{o_1}$  : Variabel makro ekonomi (Inflasi, Kurs Rupiah serta fluktuasi harga emas dunia) secara bersama-sama/simultanberpengaruh tidak signifikan terhadap Return JII.

Sedangkan untuk uji masing-masing variabel adalah sebagai berikut:

$H_{a_2}$  : Variabel Inflasisecara parsial berpengaruh signifikan terhadap return JII

$H_{o_2}$  : Variabel Inflasi secara parsial berpengaruh tidak signifikan terhadap return JII

$H_{a_3}$  : Variabel Kurs Rupiah secara parsial berpengaruh signifikan terhadap return JII

$H_{o_3}$  : Variabel Kurs Rupiahsecara parsial berpengaruh tidak signifikan terhadap return JII

$H_{a_4}$  : Variabel Fluktuasi harga emas dunia secara parsial berpengaruh signifikan terhadap return JII

$H_{o_4}$  : Variabel Fluktuasi harga emas dunia secara parsial berpengaruh tidak signifikan terhadap return JII

Jika hasil signifikansi lebih kecil dari 0,05, signifikan; dan jika lebih besar dari 0,05 berarti tidak signifikan. Dalam penelitian ini, return saham Syariah diwakili oleh return JII, sementara BEI terdapat 3 jenis indeks saham Syariah. Sehingga harus ada alasan yang melatar belakangi mengapa memilih JII dibandingkan ISSI maupun JII70.

Pertama, alasan memilih JII jika dibandingkan dengan ISSI ialah bahwa selain merupakan saham yang memenuhi kriteria saham Syariah yang ditetapkan OJK, JII juga merupakan saham Syariah yang mempunyai kapitalisasi pasar dan likuiditas yang tinggi. Faktor kapitalisasi pasar yang tinggi diperlukan agar saham tersebut tidak dengan mudah di “permainkan” oleh pihak-pihak tertentu. Semakin tinggi kapitalisasi pasarnya, maka semakin membutuhkan dana yang besar untuk “mempermainkannya”. Demikian pula faktor likuiditas yang tinggi dapat menurunkan risiko seorang investor untuk menjual sahamnya. Semakin besar likuiditas saham berarti semakin banyak investor yang mentransaksikannya sehingga semakin kecil risiko untuk menjualnya. Adapun ISSI berisi semua saham Syariah yang listing di Bursa Efek Indonesia (BEI), baik yang berkapitalisasi besar maupun kecil dan termasuk yang likuid maupun tidak likuid. Sehingga lebih JII baik dari ISSI, karena relative aman dari praktek-praktek penggorengan saham dan mempunyai risiko yang kecil saat akan melakukan penjualan. Inilah kelebihan JII dibandingkan dengan ISSI. Hal ini terbukti banyak digunakannya JII daripada ISSI sebagai acuan para pengelola dana yang berbasis syariah.

Kedua, alasan memilih JII dibandingkan dengan JII70, dimana JII jauh lebih dikenal dan sudah ada sejak tahun 2000, sementara JII70 masih belum dikenal dikalangan investor karena baru diterbitkan tahun 2018. Faktor baru diterbitkannya JII70 pada tahun 2018 inilah yang menjadi alasan utama memilih JII dibandingkan JII70. Data untuk JII sudah tersedia untuk beberapa waktu yang lampau, sedangkan data JII70 belum tersedia sehingga tidak bisa digunakan dalam objek penelitian.

Itulah alasan pemilihan JII dibandingkan ISSI dan JII70 sebagai objek penelitian ini. Sehingga diharapkan dengan memilih JII sebagai wakil dari saham Syariah lebih baik dibandingkan ISSI dan JII70. Faktor kapitalisasi pasar dan likuiditas inilah yang diharapkan dapat lebih mewakili keberadaan saham Syariah di BEI. Dan juga ketersediaan data yang cukup sebagai objek penelitian.

#### a. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik adalah syarat-syarat yang harus dipenuhi pada model regresi linear berganda, *ordinary least square* (OLS) agar model tersebut menjadi valid sebagai alat penduga. Apabila syarat-syarat tersebut dapat dipenuhi semuanya, maka model

regresi linear berganda tersebut dikatakan BLUE (*Best Linear Unbiased Estimation*). Uji tersebut meliputi:

1) Uji Normalitas Data

Uji normalitas data dilakukan terhadap residual, bukan terhadap masing-masing variabel, dimana setelah dilakukan pengolahan dihasilkan sebagai berikut:

**Tabel 4.** Hasil Uji Normalitas

		Unstandardized Residual
N		24
Normal	Mean	.0000000
Parameters <sup>a</sup>	Std. Deviation	2.46348832
Most Extreme	Absolute	.099
Differences	Positive	.088
	Negative	-.099
Kolmogorov-Smirnov Z		.486
Asymp. Sig. (2-tailed)		.972

Sumber: Hasil olah SPSS

Asymp Sig (2-tailed) sebesar 0,972 lebih besar dari 0,05 berarti data residual terdistribusi normal.

2) Uji Multikolinearitas

Selanjutnya dilakukan Uji Multikolinearitas, dengan hasil pengolahan sebagai berikut:

**Tabel. 4** Hasil Uji Multikolineritas

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	10.005	42.470		.236	.816		
Inflasi	-.723	1.290	-.109	-.561	.581	.852	1.179
Kurs Rupiah	.000	.003	-.029	-.154	.879	.887	1.127

Fluktuasi Harga Emas	.036	.011	.625	3.234	.004	.869	1.151
----------------------	------	------	------	-------	------	------	-------

Sumber: Hasil olah SPSS

Berdasarkan Tabel diatas dapat dilihat bahwa tidak terjadi masalah multikolinearitas yang ditunjukkan dengan nilai VIF masing-masing variabel  $< 10$  dan *Tolerance*  $> 0,1$

### 3) Uji Autokorelasi

Kemudian dilanjutkan dengan Uji Autokorelasi, dengan hasil sebagai berikut:

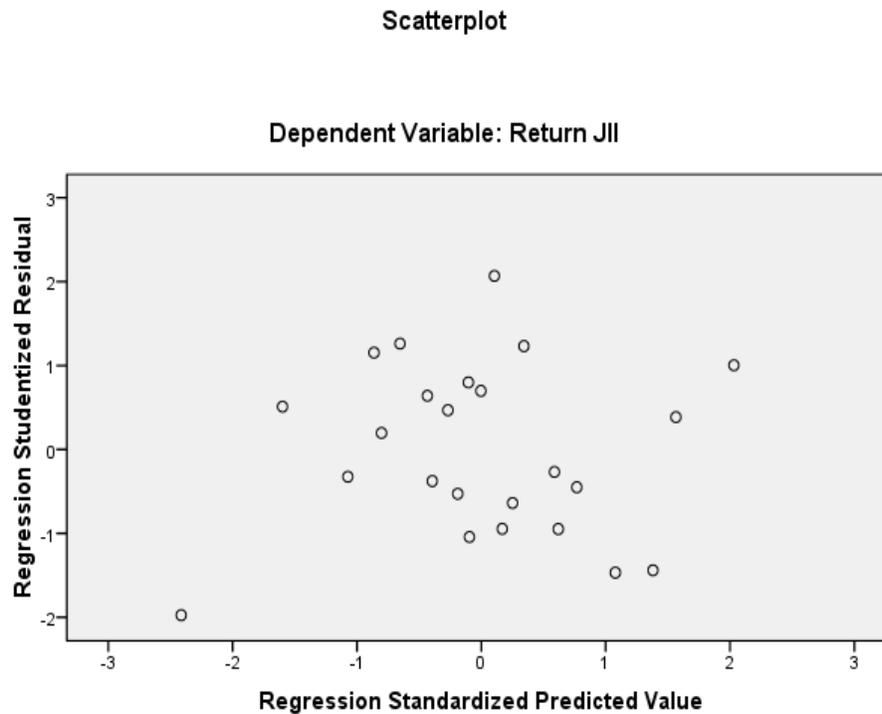
**Tabel. 5** Hasil Uji Autokorelasi

	Unstandardized Residual
Test Value <sup>a</sup>	-.03207
Cases $<$ Test Value	12
Cases $\geq$ Test Value	12
Total Cases	24
Number of Runs	14
Z	.209
Asymp. Sig. (2-tailed)	.835
<b>Sumber:</b> Hasil olah SPSS	

Asymp sig (2-tailed) sebesar 0,835 lebih besar dari 0,05, maka tidak ada gejala terjadinya Autokorelasi

### 4) Uji Heteroskedastisitas

Dan terakhir dalam uji klasik ini, kita lakukan uji Heteroskedastisitas, dengan hasil pengolahan sebagai berikut:

**Tabel 6.** Hasil Uji Heteroskedastisitas

**Sumber:** Hasil olah SPSS

Berdasarkan Tabel 5 diatas, dapat dilihat bahwa titik-titik menyebar dengan pola yang tidak jelas di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y. Artinya, data dalam penelitian ini tidak terdapat masalah heteroskedastisitas.

## **b. Uji Hipotesis**

### 1) Uji-F

Uji satatistik F pada dasarnya menunjukkan apakah variabel bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama/simultan terhadap variabel terikat<sup>37</sup> Pengujian hipotesis yang menyatakan ada pengaruh secara simultan Inflasi, kurs rupiah dan fluktuasi harga emas dunia terhadap return JII dapat dilihat dari uji F dengan pengolahan SPSS sebagai berikut:

**Tabel 7.** Hasil Uji F

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	75.732	3	25.244	3.617	0.31 <sup>a</sup>
Residual	139.582	20	6.979		
Total	215.314	23			

**Sumber:** Hasil olah SPSS

Berdasarkan uji F mempunyai nilai signifikansi sebesar 0.031 yang berarti lebih kecil dari 0.05. Sehingga  $H_{a1}$  diterima bahwa variabel makro ekonomi yang berupa inflasi, kurs rupiah serta fluktuasi harga emas secara bersama-sama/ simultan berpengaruh secara signifikan terhadap return Jakarta Islamic Index. Hal ini juga mengandung arti bahwa model regresi berganda dengan makro ekonomi sebagai variabel bebas (Inflasi, Kurs Rupiah terhadap Dollar Amerika serta fluktuasi harga emas dunia) berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat (return JII) dengan tingkat keyakinan 95%. Dengan istilah lain dikatakan bahwa persamaan regresi berganda ini layak untuk dijadikan panduan untuk memprediksi perubahan variabel terikat yang disebabkan perubahan variabel bebas. Dengan demikian seorang investor saham Syariah, selayaknya selalu memantau perkembangan ketiga variabel makro tersebut sebelum menjatuhkan pilihan untuk berinvestasi pada saham Syariah. Keberhasilan investasi pada saham Syariah sangat ditentukan oleh bagaimana seorang investor merespon perubahan yang terjadi pada variabel makro diatas.

## 2) Uji-t

Pengujian hipotesis yang menyatakan ada pengaruh secara parsial Inflasi, kurs rupiah dan fluktuasi harga emas dunia dapat dilakukan dengan Uji T dengan pengolahan SPSS didapatkan hasil sebagai berikut:

**Tabel. 8** Hasil Uji t

Model	Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients			
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1 (Constant)	10.005	42.470		.236	.816
Inflasi	-.723	1.290	-.109	-.561	.581
Kurs Rupiah	.000	.003	-.029	-.154	.879
Fluktuasi Harga Emas	.036	.011	.625	3.234	.004

**Sumber:** hasil olah SPSS

Dari hasil pengolahan dengan SPSS didapatkan bahwa variabel-variabel bebas secara parsial ada yang berpengaruh signifikan dan ada yang berpengaruh tidak signifikan terhadap return Jakarta Islamic Indeks. Hal ini terlihat dari nilai signifikansi ketiga variabel makro ekonomi tersebut. Variabel inflasi mempunyai signifikansi  $0,581 > 0,05$  yang berarti, inflasi berpengaruh tidak signifikan terhadap return JII. Variabel Kurs rupiah mempunyai signifikansi  $0,879 > 0,05$ , yang berarti kurs rupiah berpengaruh tidak signifikan terhadap return JII. Sedangkan variabel fluktuasi harga emas dunia mempunyai signifikansi  $0,04 < 0,05$ , yang berarti fluktuasi harga emas dunia berpengaruh signifikan terhadap return JII.

Variabel inflasi secara parsial berpengaruh tidak signifikan terhadap return JII. Artinya perubahan angka inflasi tidak akan banyak menyebabkan perubahan yang nyata terhadap return JII. Sehingga jika ada berita mengenai inflasi tidak perlu direspon secara berlebihan oleh seorang investor. Walaupun terkadang berita mengenai inflasi akan mengakibatkan fluktuasi harga saham, termasuk didalamnya saham Syariah. Adapun arah hubungan antara inflasi dengan return JII negatif atau berbanding terbalik. Berarti jika terjadi kenaikan inflasi akan memicu penurunan return JII, demikian pula sebaliknya.

Penelitian ini menguatkan penelitian Livia Halim<sup>38</sup> yang menghasilkan variabel inflasi tidak berpengaruh terhadap return saham yang berkapitalisasi besar dengan arah hubungan negatif. Demikian pula dengan penelitian Atika Sari<sup>39</sup> yang mengatakan bahwa Indeks Harga Konsumen (IHK) berpengaruh tidak signifikan terhadap JII dengan arah hubungan negatif.

Disisi lain penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Septian<sup>40</sup> yang berpendapat bahwa inflasi memiliki pengaruh signifikan secara statistik terhadap JII. Demikian pula Siti Aisyah dan Rizki Khoiroh<sup>41</sup> mengatakan bahwa inflasi berpengaruh signifikan terhadap ISSI pada periode penelitian Mei 2011 sampai dengan November 2014. Demikian juga Nurasyikin Jamaludin, Shahnaz ismail, Syamimi Ab Manaf<sup>42</sup> melakukan penelitian di tiga negara asean yaitu : Singapura,

38 Livia, Halim, 2013 "Pengaruh Makro Ekonomi terhadap Return Saham Kapitalisasi Besar di Bursa Efek Indonesia," *Finesta* Vol.1, No.2

39 Sari, Atika, 2018, "Analisis Pengaruh Variabel Makro dan Mikro terhadap Saham Syariah," Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia

40 Prima, Septian. 2012. "Analisis Pengaruh Tingkat Harga Minyak Dunia, Harga Emas Dunia, dan Kurs Rupiah terhadap Jakarta Islamic Index di Bursa Efek Indonesia" (periode 2005 – maret 2012)

41 Siti Aisyah & Rizki Khoiroh, 2015 "Analisis dampak variabel makro ekonomi terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia," 2<sup>n</sup> Conference in Business, Accounting, and Management, ISSN 2302-9791, Vol2 No.1

42 Nurasyikin Jamaludin, Shahnaz Ismail, Syamimi Ab Manaf, "Macroeconomic Variable and Stock Market Returns: Panel Analysis from Selected ASEAN Countries", *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2017, 7(1), 37-45.

Malaysia dan Indonesia, pada periode penelitian Januari 2005 samapi dengan Desember 2015, yang menyimpulkan bahwa tingkat pengembalian bursa saham, baik konvensional maupun syariah dipengaruhi secara signifikan oleh inflasi. Bahkan inflasi memberikan efek yang terbesar dan berbanding terbalik dengan return saham.

Perbedaan antar penelitian diatas terletak pada ada tidaknya pengaruh variabel makro terhadap JII. Namun demikian jika ditinjau dari arah hubungan kedua variabel diatas, penelitian ini sejalan dengan penelitian-penelitian sebelumnya, yaitu arah hubungan yang negatif.

Perbedaan hasil penelitian ini kemungkinan disebabkan perbedaan periode penelitian, dimana penelitian pada tahun 2012 sampai dengan 2015 kondisinya berbeda dengan periode tahun 2016 sampai dengan 2017. Kemungkinan lainnya angka inflasi pada periode penelitian tahun 2016 sampai dengan 2017 ini cukup terkendali. Dimana pada periode penelitian ini, angka inflasi rata-rata sebesar 3,67% dengan deviasi standard 0,46. Sehingga pengaruhnya tidak signifikan terhadap return saham Syariah.

Sebagaimana kita ketahui, bahwa tinggi rendahnya Inflasi menjadi salah satu faktor yang dijadikan pertimbangan oleh Bank Indonesia dalam menetapkan tingkat suku bunga acuan. Tingkat suku bunga acuan saat ini adalah BI 7 Day Repo yang menggantikan BI Rate. Besaran suku bunga acuan ini ditetapkan oleh Gubernur Bank Indonesia melalui Sidang Dewan Gubernur BI yang digelar secara rutin.

Tingkat suku bunga yang rendah merupakan iklim yang kondusif untuk melakukan investasi. Dengan tingkat suku bunga yang rendah, maka akan memicu pemilik dana (Investor) untuk menarik dananya dari sistem perbankan dan mengalokasikannya ke berbagai kegiatan investasi, salah satunya ke pasar saham. Dengan adanya pengalihan dana ini, maka akan membuat sisi permintaan saham naik, sementara penawaran tetap sehingga akan memicu kenaikan harga saham di pasar. Sedangkan kenaikan inflasi, biasanya akan memicu kenaikan suku

bunga acuan yang akan mengakibatkan iklim investasi agak terganggu. Dengan suku bunga yang tinggi akan menstimulus perbankan memberikan tingkat bunga simpanan yang tinggi. Hal ini akan memicu pemilik dana memasukan dananya ke perbankan, termasuk menarik investasinya di saham. Penarikan dana dari pasar saham menyebabkan penawaran saham akan naik, yang selanjutnya memicu penurunan harga saham di pasar.

Inflasi berhubungan negatif dengan *return* saham. Inflasi yang terjadi karena *demand pull inflation* menyebabkan bertambahnya permintaan terhadap barang dan jasa mengakibatkan bertambahnya permintaan terhadap faktor-faktor produksi. Meningkatnya permintaan terhadap faktor produksi itu akan menyebabkan terjadinya *cost push inflation*, maka akan menyebabkan harga barang yang diproduksi perusahaan naik, sedangkan jumlah barang yang diproduksi menurun. Hal ini akan menyebabkan tingkat profitabilitas perusahaan menurun. Jika *profit* menurun, perlahan-lahan kinerja perusahaan juga akan menurun. Hal ini merupakan informasi buruk bagi investor, sehingga dapat mengakibatkan berkurangnya minat investor terhadap saham perusahaan tersebut. Gitman<sup>43</sup> berkurangnya minat investor terhadap saham tersebut dapat menyebabkan turunnya harga saham dan *return* saham juga menurun. Demikian juga sebaliknya, Modigliani dalam Durham<sup>44</sup> (2000) penurunan pada tingkat bunga akan mendorong pengeluaran konsumsi dan investasi yang selanjutnya akan meningkatkan harga saham

Variabel kurs rupiah dalam penelitian ini berpengaruh tidak signifikan terhadap return JII, dimana penguatan dan pelemahan kurs rupiah terhadap US\$ tidak akan banyak memberikan efek yang nyata terhadap return JII. Penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh para peneliti sebelumnya baik didalam negeri maupun diluar negeri.

Penelitian yang dilakukan Mohsina Habib dan Khalid Ul Islam<sup>45</sup> di India menyatakan bahwa nilai tukar mata uang berpengaruh signifikan terhadap return saham Syariah. Selanjutnya di Malaysia, Mamunur Rashid, M. Kabir Hassan and Ng Yuen Yein<sup>46</sup> mengatakan bahwa kurs mata uang berpengaruh besar terhadap indeks harga saham Syariah. Demikian halnya dengan Nurasyikin Jamaludin, Shahnaz

43 Gitman, H. (2001). *Money market* (2<sup>nd</sup> ed) New Jarsey : Person Education.

44 Durham, J.B, *The effect of monetary policy on monthly and wuaterly stock market returns: Cross-country evidence and sensitivity analyses*. Working paper, Division of Monetary Affairs Board of Governors of the Fed Reserve System, Washington D.C, 2000

45 Mohsina Habib, Khalid Ul Islam, 2017, "Impact Of Macroeconomic Variables on Islamic Stock Market Returns" : Evidence from Nifty 50 Shariah Index, Journal of Commerce & Accounting Research, Volume 6 Issue 1 January 2017

46 Mamunur Rashid, M. Kabir Hassan, Ng Yuen Yein, "Macroeconomics, Investor Sentiment, and Islamic Stock Price Index in Malaysia", Journal of Economic Cooperation and Development, 35, 4 (2014), 219-234

ismail, Syamimi Ab Manaf<sup>47</sup> melakukan penelitian di tiga negara asean yaitu : Singapura, Malaysia dan Indonesia, pada periode penelitian Januari 2005 sampai dengan Desember 2015, yang menyimpulkan bahwa tingkat pengembalian bursa saham, baik konvensional maupun syariah dipengaruhi secara signifikan oleh kurs nilai tukar.

Didalam negeri Yoghi Citra Pratama, Abdul Azzis<sup>48</sup> menyatakan bahwa kurs rupiah terhadap US\$ berpengaruh signifikan terhadap return JII. Livia Halim<sup>49</sup> yang mengatakan bahwa nilai tukar berpengaruh signifikan terhadap return saham kapitalisasi besar. Demikian juga penelitian yang dilakukan Hismendi dkk<sup>50</sup>, Muhammad Zuhdi<sup>51</sup> dan Asfia Murni<sup>52</sup> menunjukkan nilai tukar berpengaruh negatif signifikan terhadap IHSG. Terakhir penelitian yang dilakukan Siti Aisyah dan Rizki Khoiroh<sup>53</sup> yang lebih spesifik terhadap saham Syariah, dimana penelitiannya mengatakan bahwa nilai tukar IDR/US\$ memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) periode Mei 2011 sampai dengan November 2014.

Perbedaan hasil penelitian ini, baik terhadap return saham secara umum yang diwakili oleh IHSG maupun saham Syariah yang diwakili ISSI, kemungkinan disebabkan periode penelitian yang berbeda. Pada penelitian ini, yaitu periode tahun 2016 sampai dengan 2017, kurs rupiah terhadap US\$ cukup stabil dengan rata-rata Rp.13.345/US\$. Dalam periode penelitian ini kurs paling rendah pada bulan Januari 2016 sebesar Rp.13.889,05 dan tertinggi pada bulan Oktober 2016 sebesar Rp.13.017,24. Kestabilan kurs rupiah pada model penelitian pada periode

---

47 Nurasyikin Jamaludin, Shahnaz Ismail, Syamimi Ab Manaf, "Macroeconomic Variable and Stock Market Returns: Panel Analysis from Selected ASEAN Countries", *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2017, 7(1), 37-45.

48 Yoghi Citra Pratama, Abdul Azzis, 2018, "Macroeconomic Variables, International Islamic Indices, and The Return Volatility in Jakarta Islamic Index, *Al-Iqtishad: Jurnal Ilmu Ekonomi Syariah (Journal of Islamic Economics)* Volume 10 (1), January, 2018 P-ISSN: 2087-135X; E-ISSN: 2407-8654

49 Livia, Halim, 2013 "Pengaruh Makro Ekonomi terhadap Return Saham Kapitalisasi Besar di Bursa Efek Indonesia," *Finesta* Vol.1, No.2

50 Hismendi, Abubakar Hamzah dan Said Musnadi. 2013. "Analisis Pengaruh Nilai Tukar, SBI, Inflasi dan Pertumbuhan GDP Terhadap Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Ilmu Ekonomi Pascasarjana Universitas Syiah Kuala*. Vol. 1, No.2, 16-28

51 Amin, Muhammad Zuhdi. 2012. *Pengaruh Tingkat Inflasi, Suku Bunga BI, Nilai Kurs Dollar (USD/IDR), Dan Indeks Dow Jones (DJIA) terhadap Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan Di Bursa Efek Indonesia (BEI) (Periode 2008-2011)*. *Jurnal Skripsi*

52 Murni, Asfia. 2010. "Pengaruh Faktor Makro Ekonomi Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan dengan Volume Perdagangan Sebagai Variabel Intervening (Studi Kasus di BEJ Periode Januari 2004 – Desember 2008)". *Jurnal Ekono Insentif Kopwil4*. Vol 4. No

53 Siti Aisyah & Rizki Khoiroh, 2015 "Analisis dampak variabel makro ekonomi terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia," 2<sup>nd</sup> Conference in Business, Accounting, and Management, ISSN 2302-9791, Vol2 No.1

ini menyebabkan pengaruh kurs terhadap return JII tidak dapat menggambarkan keadaan sistem yang sebenarnya.

Variabel fluktuasi harga emas dunia berpengaruh signifikan terhadap return JII. Artinya fluktuasi harga emas dunia akan memberikan dampak/efek terhadap return JII yang nyata. Adapun arah hubungan kedua variabel ini positif, yang berarti jika harga emas dunia naik akan berpengaruh terhadap kenaikan return JII, demikian pula sebaliknya.

Penelitian ini menguatkan, penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Reshinta, Rustam dan Maria<sup>54</sup> yang menyatakan harga emas dunia berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap indeks harga saham gabungan (IHSG). Demikian halnya dengan Gilang Perdana Putra dan Asep Darmansyah<sup>55</sup> yang lebih khusus terhadap saham syariah juga menyimpulkan bahwa harga emas berpengaruh secara signifikan terhadap return JII dengan periode penelitian 2009 sampai dengan 2014.

Penelitian yang dilakukan oleh Moore<sup>56</sup> menemukan bahwa harga emas dan harga saham / obligasi memiliki korelasi yang negatif. Penelitian lebih detail dilakukan oleh Tais Khuron<sup>57</sup> pada periode tahun 2008 sampai dengan 2013 yang menyatakan 5 saham Syariah yang berhubungan positif dengan harga emas, yaitu: INTP, KLBF, UNTR, UNVR dan SMGR. Dan hanya satu saham Syariah yang mempunyai hubungan negatif, yaitu TLKM.

Selain menguatkan penelitian terdahulu didalam negeri, penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian di luar negeri. Penelitian disimpulkan oleh Mohd Yahya Mohd Hussin, Fidlizan Muhammad, Azila Abdul Razak, Gan Pei Tha, Nurfakhzan Marwan<sup>58</sup> yang melakukan penelitian pada periode Januari 2007 sampai dengan Desember 2011 dimalaysia, yang menyimpulkan bahwa harga emas tidak bisa dijadikan variabel untuk memprediksikan harga saham Syariah.

Perbedaan penelitian didalam Indonesia dengan Malaysia, menunjukkan hal yang berbeda, dimana di Indonesia harga emas berpengaruh signifikan terhadap

54 Gumilang, Reshinta, R. Rustam Hidayat dan Maria Gorreti Wi Endang NP. 2014. *Pengaruh Variabel Makro Ekonomi, Harga Emas Dunia dan Harga Minyak Dunia Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (Studi pada Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2013)*. Jurnal Administrasi Bisnis, Vol.14, No.2

55 Gilang Perdana Putra, Asep Darmansyah, "The Relations Between Macroeconomic Fluctuation, World Gold Price and Islamic Stock Returns In Indonesia", Journal of Business and Management Vol. 4, No.7, 2015: 852-865

56 Moore, Geoffrey H, 1990, "Gold Prices and a Leading Index of Inflation", Challenge, 33(4), pp. 52-56

57 Tais Khuron, 2015 "Kajian Perbandingan Tingkat Pengembalian dan Risiko antara Investasi Emas dan Saham Syariah", Signifikan Vol. 4 No. 1 April 2015

58 Mohd Yahya Mohd Hussin, Fidlizan Muhammad, Azila Abdul Razak, Gan Pei Tha, Nurfakhzan Marwan, "The Link between Gold Price, Oil Price and Islamic Stock Market: Experience from Malaysia", Journal of Studies in Social Sciences ISSN 2201-4624 Volume 4, Number 2, 2013, 161-182

return saham syariah, namun ada yang berhubungan positif dan negatif. Tetapi di Malaysia, fluktuasi harga emas tidak berpengaruh terhadap return saham Syariah. Perbedaan ini dimungkinkan dengan adanya perbedaan karakteristik investor masing-masing negara.

Karakteristik investor yang menjadikan emas sebagai substitusi investasi selain saham Syariah, maka apabila terjadi ketidakstabilan ekonomi, mereka akan berbondong-bondong mengalihkan dana investasinya dari saham ke emas, sehingga terjadi pengaruh dengan hubungan yang bersifat negatif.

Di Indonesia, fluktuasi harga emas akan memberikan dampak yang nyata terhadap return saham Syariah dengan hubungan yang secara mayoritas positif. Sehingga apabila harga emas cenderung mengalami kenaikan, maka bisa menjadi indikasi bagi investor untuk membeli saham Syariah. Demikian pula sebaliknya jika, ada kecenderungan harga emas dunia turun, maka investor mesti bersabar dulu untuk membeli saham Syariah. Atau jika seorang sudah memiliki saham Syariah bisa melakukan *profit taking* terlebih dahulu, bila posisinya untung, atau *cut loos* terlebih dahulu dalam rangka meminimalkan risiko kerugian yang lebih besar.

Dari pembahasan diatas, maka dapat kita bandingkan persamaan maupun perbedaan antara : Hasil penelitian terdahulu, baik didalam maupun luar negeri, hipotesis penelitian dan hasil penelitian sebagai berikut :

**Tabel.9** Perbandingan Hipotesis dengan Hasil Penelitian

Variabel	Hipotesis Penelitian	Hasil Penelitian
Inflasi	Berpengaruh signifikan	Berpengaruh tidak signifikan
Kurs Mata Uang	Berpengaruh signifikan	Berpengaruh tidak signifikan
Fluktuasi Harga Emas dunia	Berpengaruh signifikan	Berpengaruh signifikan

Sumber: hasil penelusuran, diolah

Livia Halim<sup>59</sup> dengan mengetahui variabel makro mana saja yang berpengaruh, maka hasilnya akan menjadi referensi bagi investor untuk berinvestasi pada pasar saham. Hasil penelitian ini tentunya bermanfaat untuk seorang investor dalam mengelola dananya dalam bentuk investasi saham Syariah. Dimana variabel makro berupa inflasi dan kurs rupiah berpengaruh tidak signifikan terhadap return JII. Inflasi mempunyai hubungan yang berbanding terbalik. Selanjutnya juga dapat diperoleh bahwa fluktuasi harga emas dunia berpengaruh signifikan dan mempunyai hubungan

<sup>59</sup> Livia, Halim, 2013 "Pengaruh Makro Ekonomi terhadap Return Saham Kapitalisasi Besar di Bursa Efek Indonesia," *Finesta* Vol.1, No.2

berbanding lurus. Namun demikian variabel-variabel makro diatas, jangan dijadikan patokan utama dikarenakan kontribusinya terhadap return JII kecil.

### c. Koefisien Determinasi

Data yang telah diperoleh selanjutnya diolah dengan menggunakan software SPSS, yang pertama yaitu uji determinasi dimana dihasilkan sebagai berikut:

**Tabel. 10** Hasil Uji Determinasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.593 <sup>a</sup>	.352	.254	2.64180

Sumber: Hasil olah SPSS

Dari hasil pengolahan SPSS didapatkan hasil R sebesar 0.593 yang berarti ketiga variabel makro ekonomi yang terdiri dari Inflasi, Kurs rupiah dan fluktuasi harga emas dunia mempunyai korelasi sedang terhadap return saham Syariah. Hal ini disebabkan angka R yang berada dalam range 0,41 sampai 0,60. Semakin besar angka R yang didapat maka semakin kuatlah korelasi antara variabel bebas dengan variabel terikat. Selain berkorelasi kuat, angka R yang positif (+) ini juga menunjukkan korelasi yang positif. Sehingga secara bersama-sama jika ketiga variabel bebas diatas naik, maka akan menaikkan return JII, demikian pula sebaliknya, jika secara bersama-sama ketiga variabel diatas turun akan mengakibatkan penurunan return JII. Sampai disini belum bisa diketahui adanya hubungan sebab akibat antara variabel bebas dan variabel terikat, karena korelasi hanya menjelaskan tingkat hubungan keduanya saja tanpa menjelaskan kausitas.

Koefisien Determinasi Kd ( $R^2$ ) digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model penelitian dalam menerangkan variabel terikat. Nilai Kd berkisar antara 0 sampai 1. Nilai  $R^2$  yang kecil menunjukkan kemampuan variabel bebas dalam menerangkan variabel terikat sangat terbatas. Demikian pula sebaliknya semakin besar nilai  $R^2$  atau semakin mendekati 1, menunjukkan variabel bebas memberikan semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi perubahan variabel terikat. Jika dalam proses mendapatkan  $R^2$  yang tinggi adalah baik, tetapi jika nilai  $R^2$  rendah tidak berarti model regresi jelek<sup>60</sup>

Kelemahan Kd ialah bias terhadap jumlah variabel bebas yang dimasukkan ke dalam model. Dimana setiap tambahan variabel bebas akan menaikkan nilai  $R^2$ , walaupun belum tentu variabel yang ditambahkan tersebut berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat. Oleh sebab itu, lebih baik digunakan nilai *adjusted*  $R^2$

60 Imam Ghozali. (2009). Aplikasi Analisis Multivariat Dengan Program SPSS. Semarang: UNDIP.

karena nilai ini dapat naik maupun turun apabila satu variabel bebas ditambahkan kedalam model penelitian.

Variabel bebas dalam penelitian ini sejumlah 3 variabel, yaitu : Inflasi, Kurs Rupiah dan fluktuasi harga emas dunia. Maka *R square* yang kita pergunakan ialah *Adjusted R Square*, dimana diperoleh angka sebesar 0.254 atau 25,4%. Angka tersebut menunjukkan bahwa model penelitian yang sedang kita lakukan dengan ketiga variabel bebas diatas dapat menjelaskan 25.4% terhadap sistem yang sebenarnya. Hal ini berarti ada 74,6% perubahan return JII yang dijelaskan oleh variabel-variabel lain diluar penelitian.

Sehingga sebenarnya masih banyak variabel-variabel bebas yang lain yang dapat menjelaskan return JII, baik variabel makro maupun mikro. Variabel-variabel lainnya yang termasuk dalam variabel makro ekonomi yang disinyalir berkontribusi terhadap return JII sebagai berikut: tingkat suku bunga, jumlah uang yang beredar, indeks harga luar negeri, harga komoditas dunia, Gross Domestic Bruto maupun pertumbuhan ekonomi.

Kecilnya kontribusi variabel makro dalam penelitian ini, menguatkan hasil penelitian yang telah dilakukan Husnan dalam Fidiana<sup>61</sup> yang menyatakan bahwa sebenarnya pasar bersifat antisipatif terhadap kondisi perekonomian, dengan kata lain kondisi pasar merefleksikan kondisi ekonomi, maka setiap perubahan kondisi ekonomi tentunya akan tercermin pada kondisi pasar. Padahal kondisi pasar saat ini mencerminkan harapan para pemodal terhadap kondisi ekonomi di masa yang akan datang. Dengan kata lain, pasar selalu *presentvalue*kan kondisi ekonomi di masa yang akan datang. Sehingga perubahan variabel-variabel makro ekonomi memberikan efek yang relative kecil, karena pasar sudah melakukan antisipasi.

Variabel-variabel mikro yang merupakan faktor fundamental emiten disinyalir lebih dominan terhadap tingkat return saham dibandingkan variabel makro. Termasuk dalam variabel mikro dari dalam emiten, seperti: Laba Emiten (EPS), Tingkat pengembalian Modal (ROE), Tingkat utang (DER), jumlah saham yang beredar serta faktor-faktor dari dalam emiten lainnya. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ardin Dolok Saribu<sup>62</sup> yang menunjukkan *Earning Per Share* (EPS) berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Hasil penelitian lain oleh Syahib

---

61 Fidiana, 2006, *NilaiNilaiFundamental dan Pengaruhnya Terhadap Beta Saham Syariah pada Jakarta Islamic Index*, Ekuitas. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia(STIESIA), Surabaya.

62 Saribu, Ardin Dolok. 2011 " *Analisis Pengaruh Rasio Keuangan dan Total Asset Terhadap Harga Saham Dengan Beta Saham Sebagai Variabel Moderating* " (Studi Empiris Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). Tesis, Universitas Sumatera Utara. Medan

Nataryah<sup>63</sup>, Catur Wulandari<sup>64</sup>, dan Albed Eko Limbong<sup>65</sup> dalam Susilowati dan Turyanto<sup>66</sup> menyatakan bahwa ROE secara signifikan berpengaruh positif terhadap *return* saham. Demikian juga hasil penelitian Santosa<sup>67</sup> yang menemukan faktor fundamental yang diproksikan dengan DER memiliki pengaruh negatif secara langsung yang kuat terhadap *return* saham.

Dari ulasan diatas, dapat direkomendasikan kepada pada investor, tidak perlu terlalu panik dalam menyikapi kondisi perubahan makro ekonomi. Variabel-variabel makro diatas, jangan dijadikan patokan utama dikarenakan kontribusinya terhadap *return* JII kecil. Namun demikian sebaiknya investor lebih fokus mempertimbangkan kondisi fundamental emiten dalam menentukan pilihan saham Syariah dalam keranjang investasinya.

#### d. Analisis Regresi Linear Berganda

Dari tabel pengolahan seperti dalam Tabel.7 tersebut juga dapat diperoleh persamaan regresi berganda antara *return* Jakarta Islamic Index dengan inflasi, kurs rupiah serta fluktuasi harga emas dunia sebagai berikut:

$$R(\text{JII}) = 10,005 - 0,723 (\text{Inflasi}) + 0,00 (\text{Kurs Rupiah}) + 0.036 (\text{fluktuasi harga emas dunia}) + e$$

Dari persamaan tersebut, koefisien regresi dapat dijelaskan sebagai berikut :

1. Konstanta (Nilai mutlak) apabila inflasi, kurs rupiah dan fluktuasi harga emas = 0, maka *return* JII sebesar 10,005
2. Koefisien regresi  $X_1$  (Inflasi) sebesar - 0,723 mempunyai arti jika inflasi naik sebesar 1 point akan menyebabkan penurunan *return* JII sebesar 0,723; bila variabel yang lain konstan.
3. Koefisien  $X_2$  (kurs rupiah) sebesar 0.000 mempunyai arti jika terjadi penguatan maupun pelemahan kurs rupiah tidak akan menyebabkan perubahan *return* JII ; bila variabel lain konstan

63 Syahib Nataryah. 2000. "Analisis Pengaruh Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis terhadap Harga Saham (Kasus Industri Barang Konsumsi yang Go-Public Di Pasar Modal Indonesia)". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol.15 No. 3.

64 Catur Wulandari. 2005. *Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental terhadap Perubahan Harga Saham di BEJ*. Tesis. FE UMM.

65 Albed Eko Limbong. 2006. *Pengaruh Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis Terhadap Tingkat Keuntungan Saham Perbankan di BEJ*. Tesis. Program Pascasarjana Universitas Sumatera Utara. Medan.

66 Susilowati, Yeye dan Tri Turyanto. 2011. *Reaksi Signal Rasio Profitabilitas dan Rasio Solvabilitas terhadap Return Saham Perusahaan*. *Dinamika Keuangan dan Perbankan* Vol. 3, No.1.

67 Santosa, Agus. 2011. *Pengaruh Nilai Tukar Rupiah Per Dollar AS dan DER Terhadap Risiko Sistematis serta Return Saham pada Perusahaan Multinasional di Bursa Efek Indonesia*. Tesis, Universitas Udayana. Bali.

4. Koefisien  $X_3$  (fluktuasi harga emas) sebesar 0.036 mempunyai arti jika terjadi kenaikan harga emas dunia sebesar 1 point akan menyebabkan kenaikan return JII sebesar 0.036; bila variabel lain konstan

### C. Kesimpulan

Dari pembahasan yang telah dilakukan dapat diambil beberapa kesimpulan dari penelitian ini, yaitu: Pertama, bahwa variabel makro ekonomi berupa inflasi, kurs rupiah serta fluktuasi harga emas dunia secara bersama-sama / simultan berpengaruh signifikan terhadap return JII, hal ini menguatkan penelitian-penelitian sebelumnya bahwa faktor makro ekonomi berpengaruh terhadap return saham walaupun dengan kontribusi yang kecil. Kedua, secara parsial variabel makro ekonomi berupa inflasi berpengaruh tidak signifikan terhadap return JII dengan arah hubungan negatif, hal ini tidak sejalan dengan penelitian-penelitian sebelumnya. Ketiga, variabel makro ekonomi berupa kurs rupiah berpengaruh tidak signifikan terhadap return JII, hal ini tidak sejalan dengan penelitian-penelitian terdahulu. Keempat, variabel makro ekonomi berupa fluktuasi harga emas dunia berpengaruh signifikan terhadap return JII dengan arah hubungan positif, hal ini sejalan dan menguatkan penelitian-penelitian sebelumnya. Variabel makro ekonomi level nasional (inflasi dan kurs rupiah) berpengaruh tidak signifikan terhadap return JII, sedangkan variabel ekonomi level internasional (harga emas) berpengaruh signifikan terhadap return JII.

## DAFTAR PUSTAKA

- Ang, Robert, 1997, *Buku Pintar : Pasar Modal Indonesia*. Mediasoft Indonesia
- Amin, Muhammad Zuhdi. 2012. *Pengaruh Tingkat Inflasi, Suku Bunga BI, Nilai Kurs Dollar (USD/IDR), Dan Indeks Dow Jones (DJIA) terhadap Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan Di Bursa Efek Indonesia (BEI) (Periode 2008-2011)*. Jurnal Skripsi
- Albed Eko Limbang. 2006. *Pengaruh Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis Terhadap Tingkat Keuntungan Saham Perbankan di BEJ*. Tesis. Program Pascasarjana Universitas Sumatera Utara. Medan.
- A. Karim, Adiwarman, 2006, *"Ekonomi Makro Islami"*, Jakarta: Raja Grafindo Persada
- Catur Wulandari. 2005. *Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental terhadap Perubahan Harga Saham di BEJ*. Tesis. FE UMM.
- Dajan, Anto, 2000, *"Pengantar Metode Statistik jilid 1"* Jakarta: LP3ES
- Dwi Budi Prasetyo Supadi & M. Nuryatno Amin, 2012 *"Pengaruh Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis Terhadap Return Saham Syariah"*, Media Riset Akuntansi, Auditing, Vo.12, No.1
- Fidiana, 2006, *"Nilai-nilai Fundamental dan Pengaruhnya Terhadap Beta Saham Syariah pada Jakarta Islamic Index"*, Ekuitas. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA), Surabaya
- Firmansyah, Herlan, 2014, *"Bank dan Industri keuangan Non Bank (IKNB) Syariah"*, Jakarta: Lecture Books
- Gilang Perdana Putra, Asep Darmansyah, *"The Relations Between Macroeconomic Fluctuation, World Gold Price and Islamic Stock Returns In Indonesia"*, Journal of Business and Management Vol. 4, No.7, 2015: 852-865
- Gitman, H. ,2001, *Money market* (2<sup>nd</sup> ed) New Jersey : Person Education.
- Hartono, Y, 2003, *"Teori Portofolio dan Analisis Investasi"*. Edisi ketiga., Yogyakarta: BPFE.
- Hismendi, Abubakar Hamzah dan Said Musnadi. 2013. *"Analisis Pengaruh Nilai Tukar, SBI, Inflasi dan Pertumbuhan GDP Terhadap Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan di Bursa Efek Indonesia"*. Jurnal Ilmu Ekonomi Pascasarjana Universitas Syiah Kuala. Vol. 1, No.2, 16-28

- Kurniawan, Endy J, 2011, " *Think Dinar! Berpikir Dinar, Muslim Kaya Hari Ini, Super Kayadi Masa Depan*, AsmaNadia Publishing House.
- Livia, Halim, 2013 " *Pengaruh Makro Ekonomi terhadap Return Saham Kapitalisasi Besardi Bursa Efek Indonesia*, " Finesta Vol.1, No.2
- Lestari, Murti, 2005 " *Pengaruh Variabel Makro Terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta*": Pendekatan Beberapa Model, SNA VIII Solo, 15 – 16 September 2005
- Mamunur Rashid, M. Kabir Hassan, Ng Yuen Yein, " *Macroeconomics, Investor Sentiment, and Islamic Stock Price Index in Malaysia*", Journal of Economic Cooperation and Development, 35, 4 (2014), 219-234
- Mankiw, N. G, 2003, " *Macroeconomics. Fourth Edition*, " New York: Worth Publishers.
- Muhamad, 2014 " *Dasar-Dasar Keuangan Syari'ah*, " Yogyakarta: EkonosiaFakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia
- Murni, Asfia. 2010. " *Pengaruh Faktor Makro Ekonomi Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan dengan Volume Perdagangan Sebagai Variabel Intervening (Studi Kasus di BEJ Periode januari 2004 – Desember 2008)*". Jurnal Ekono Insentif Kopwil4. Vol 4. No.2
- Mohd Yahya Mohd Hussin, Fidlizan Muhammad, Azila Abdul Razak, Gan Pei Tha, Nurfakhzan Marwan, " *The Link between Gold Price, Oil Price and Islamic Stock Market: Experience from Malaysia*", Journal of Studies in Social Sciences ISSN 2201-4624 Volume 4, Number 2, 2013, 161-182
- Mohsina Habib, Khalid Ul Islam, 2017, " *Impact Of Macroeconomic Variables on Islamic Stock Market Returns* " : Evidence from Nifty 50 Shariah Index, Journal of Commerce & Accounting Research, Volume 6 Issue 1 January 2017
- Moore, Geoffrey H, 1990, " *Gold Prices and a Leading Index of Inflation* " , Challenge, 33(4), pp. 52-56
- Natarsyah, Syahib. 2000. " *Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistemik Terhadap Harga Saham* " (Kasus Industri Barang Konsumsi yang GoPublik di Pasar Modal Indonesia). Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Vol. 15, No. 3.
- Nurasyikin Jamaludin, Shahnaz Ismail, Syamimi Ab Manaf, " *Macroeconomic Variable and Stock Market Returns: Panel Analysis from Selected ASEAN Countries* ", International Journal of Economics and Financial Issues, 2017, 7(1), 37-45.
- Prasetyo, Yoyok, 2016, " *Hukum Investasi dan Pasar Modal Syariah* ", Bandung: Minna Publishing

- Prima, Septian. 2012. "Analisis Pengaruh Tingkat Harga Minyak Dunia, Harga Emas Dunia, dan Kurs Rupiah terhadap Jakarta Islamic Index di Bursa Efek Indonesia" (periode 2005 – maret 2012)
- Reshinta Candra Gumilang, R. Rustam Hidayat, Maria Goretti Wi Endang NP, 2014 "Pengaruh Variabel Makro Ekonomi, Harga Emas dan Harga Minyak dunia Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan." (Studi pada Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2013), Jurnal Administrasi Bisnis (JAB), Vol. 14 No. 2 Sept 2014
- Santosa, Agus. 2011. Pengaruh Nilai Tukar Rupiah Per Dollar AS dan DER Terhadap Risiko Sistematis serta Return Saham pada Perusahaan Multinasional di Bursa Efek Indonesia. Tesis, Universitas Udayana. Bali.
- Sari, Atika, 2018, "Analisis Pengaruh Variabel Makro dan Mikro terhadap Saham Syariah," Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia
- Saribu, Ardin Dolok. 2011 "Analisis Pengaruh Rasio Keuangan dan Total Asset Terhadap Harga Saham Dengan Beta Saham Sebagai Variabel Moderating" (Studi Empiris Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). Tesis, Universitas Sumatera Utara. Medan
- Siti Aisyah & Rizki Khoiroh, 2015 "Analisis dampak variabel makro ekonomi terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia," 2<sup>n</sup> Conference in Business, Accounting, and Management, ISSN 2302-9791, Vol 2 No.1
- Sunaryo, 2013, "Analisis Pengaruh Variabel-Variabel Ekonomi Makro Terhadap Return Saham", Binus Business Review Vol. 4 No. 1
- Sunariyah, 2006, Pengantar Pengetahuan Pasar Modal. Edisi Kelima, Yogyakarta: UPP STIM YKPN
- Susilowati, Yeye dan Tri Turyanto. 2011. "Reaksi Signal Rasio Profitabilitas dan Rasio Solvabilitas terhadap Return Saham Perusahaan", Dinamika Keuangan dan Perbankan Vol. 3, No.1.
- Syafii Antonio, Muhammad, 2001 "Bank Syariah dari Teori ke Praktek," Jakarta: Gema Insani
- Syahib Natarsyah. 2000. "Analisis Pengaruh Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis terhadap Harga Saham (Kasus Industri Barang Konsumsi yang Go-Public Di Pasar Modal Indonesia)". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol.15 No. 3.
- Tais Khuron, 2015 "Kajian Perbandingan Tingkat Pengembalian dan Risiko antara Investasi Emas dan Saham Syariah", Signifikan Vol. 4 No. 1 April 2015

Tandelilin, Eduardus, 2010, *“Portofolio dan Investasi – Teori dan Aplikasi,* Yogyakarta:Kanisius

Widuhung, Siska Debyola, 2013 *“Perbandingan Return dan Risiko Investasi pada Saham Syariah dan Emas,”* Jurnal Al Azhar Indonesia Seri Pranata Sosial, Vol 2, No.3, Maret 2013

Yoghi Citra Pratama, Abdul Azzis, 2018, *“Macroeconomic Variables, International Islamic Indices, and The Return Volatility in Jakarta Islamic Index,* Al-Iqtishad: Jurnal Ilmu Ekonomi Syariah (Journal of Islamic Economics) Volume 10 (1), January, 2018 P-ISSN: 2087-135X; E-ISSN: 2407-8654