BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Deskripsi Data Penelitian

Data yang dianalisis dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang di ambil dari periode bulan Juni 2008 sampai Maret 2018. Data tersebut terdiri dari indeks harga saham syariah sektor properti di Indonesia (JKPROP), kurs atau nilai tukar Rupiah (EXR), tingkat suku bunga (IR), tingkat inflasi (INF), tarif pajak penghasilan final penjualan properti non subsidi (PPhPP), PDB dan indeks saham LQ45. Gambaran umum dari kondisi masing-masing variabel tersebut diringkas dalam tabel berikut.

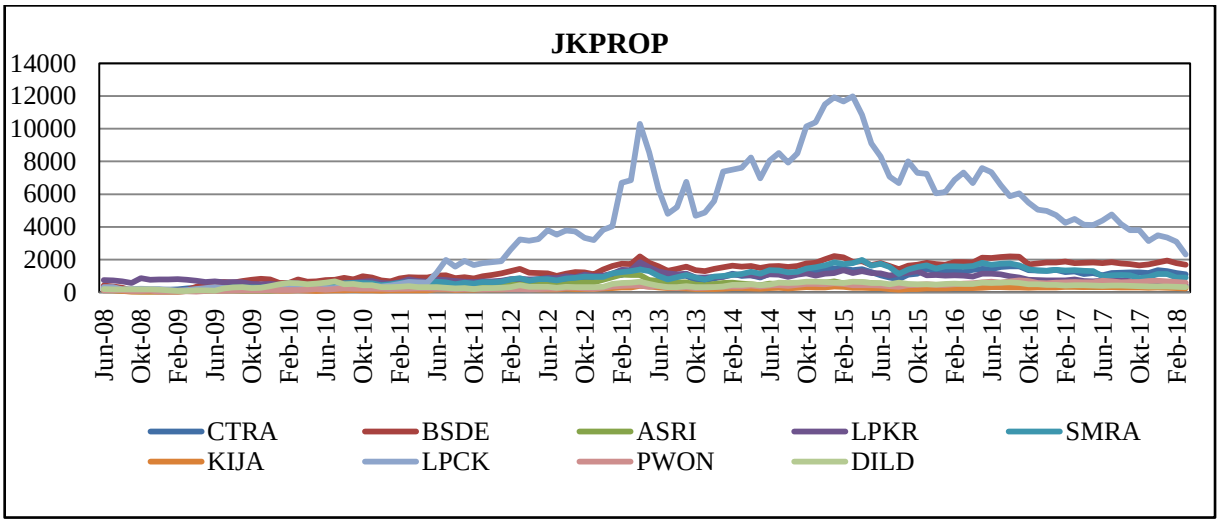
Tabel IV.1 Deskripsi Umum Statistik Data Penelitian

Descriptive Statistics	JKPROP	EXR	IR	INF	PPhPP	PDB	LQ45
Mean	1034.50	11613.63	6.52	5.53	4.60	661624.66	722.67
Standard Error	49.56	171.83	0.11	0.21	0.08	11153.42	18.13
Median	550.00	11702.67	6.50	4.61	5.00	674941.40	738.40
Standard Deviation	1614.93	1866.53	1.24	2.30	0.92	121157.15	196.97
Sample Variance	2608010.15	3483929.70	1.54	5.27	0.85	14679054765.59	38798.88
Kurtosis	16.68	-1.62	-0.28	0.80	1.52	-0.78	-0.02
Skewness	3.85	0.14	0.06	1.09	-1.87	-0.39	-0.60
Range	11940.06	5864.10	5.25	9.73	2.50	433317.90	864.41
Minimum	34.94	9032.00	4.25	2.41	2.50	418928.10	241.35
Maximum	11975.00	14896.10	9.50	12.14	5.00	852246.00	1105.76
Count	1062	118	118	118	118	118	118
Confidence Level (95.0%)	97.24	340.30	0.23	0.42	0.17	22088.76	35.91

Sumber : Data diolah dengan Microsoft Excel 2010

Banyaknya sampel observasi yang diambil dalam penelitian ini tidak berjumlah sama, seperti yang ditunjukkan *Count* pada tabel di atas. Jumlah sampel JKPROP sebagai variabel independen lebih besar dibanding jumlah variabel lainnya. Sampel JKPROP diwakili oleh 9 perusahaan saham syariah sektor properti di Indonesia. Oleh karena itu, olah data penelitian ini menggunakan data panel.

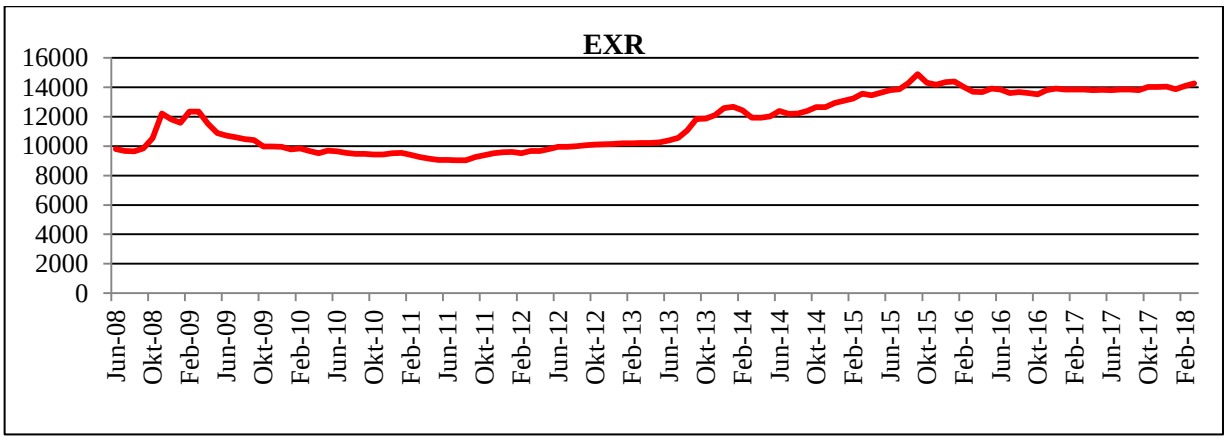
Hasil olah data digunakan untuk menjawab hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini. Profil data masing-masing variabel diperlukan untuk melihat pola data secara umum yang akan mendukung hasil analisis penelitian. Berikut pola perkembangan masing-masing variabel penelitian secara umum.



Gambar IV.1 Perkembangan Indeks Saham Syariah Sektor Properti Indonesia

Pola pergerakan indeks saham syariah sektor properti Indonesia (JKPROP) yang ditunjukkan oleh gambar IV.1 diwakili oleh 9 perusahaan sektor properti. Selama 10 tahun observasi, indeks JKPROP tersebut terlihat berfluktuatif setiap bulannya dan mulai digambarkan bergerak meningkat

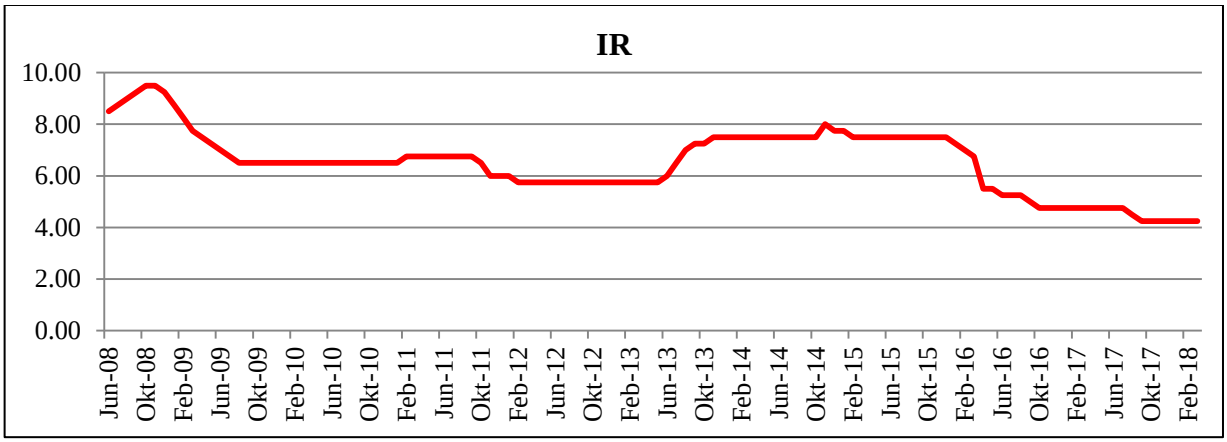
setelah periode Juni 2011. Pada periode sebelum itu, pergerakan terlihat menurun bersama-sama yang mengindikasikan indeks JKPROP mulai melakukan pemulihan akibat dampak dari krisis *Subprime Mortgage* pada tahun 2008. Dari 9 perusahaan, Lippo Cikarang, Tbk (LPCK) merupakan perusahaan sektor properti syariah dengan harga saham tertinggi sejak periode Juni 2011.



Gambar IV.2 Perkembangan Nilai Tukar Rupiah Terhadap Dollar AS (Kurs Tengah)

Berdasarkan gambar IV.2, selama periode penelitian, pada bulan September 2015, nilai tukar Rupiah terhadap Dollar AS mencapai angka tertinggi yaitu 14896 sedangan nilai terendah terjadi pada bulan Agustus 2008 sebesar 9649. Terdepresiasinya nilai tukar Rupiah diawali pada kuartal ke IV tahun 2008 yaitu pada September 2008 dari angka 9840 hingga ke 12211 pada November 2008, yang terus bergerak naik hingga level 14000 akibat terjadinya krisis keuangan global. Krisis ini memberikan tekanan terhadap nilai rupiah karena diiringi dengan meningkatnya harga komoditas dan pangan dunia. Tren pelemahan nilai tukar Rupiah kembali memburuk pada Juni 2011 sebagai dampak dari devaluasi mata uang Yuan. Namun

seiring dengan membaiknya perekonomian AS pasca krisis global 2008, sejak Oktober 2015 hingga Maret 2018, nilai tukar Rupiah terhadap Dollar AS terlihat cenderung stabil yaitu berada dalam kisaran level 13000 hingga 14000.

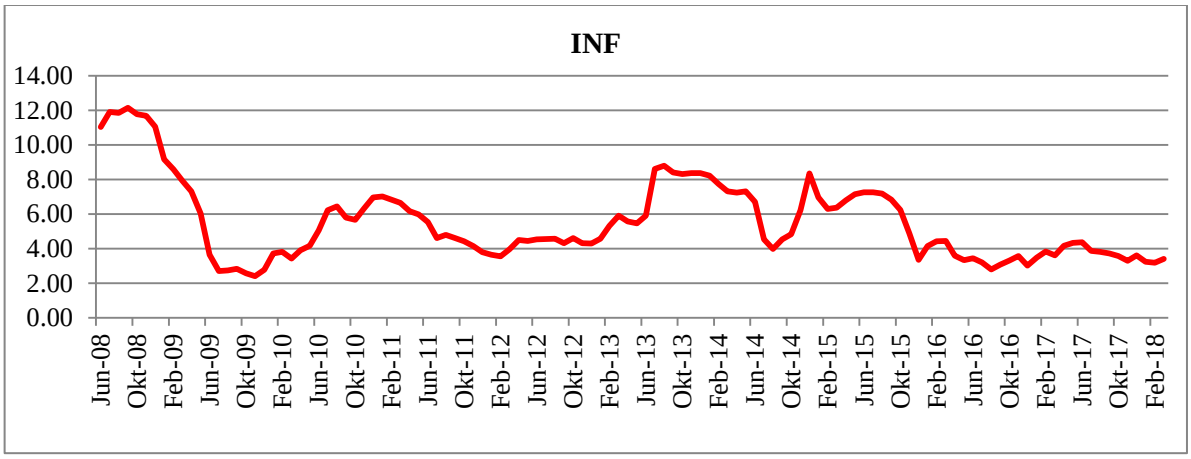


Gambar IV.3 Perkembangan Suku Bunga Bank Indonesia

Siklus suku bunga yang ditetapkan oleh BI ditunjukkan oleh gambar IV.3. Suku bunga ini memiliki peran penting dalam mempengaruhi kegiatan perekonomian dan pelaksanaan kebijakan moneter. Selama masa penelitian ini, tingkat suku bunga BI tertinggi terjadi pada Oktober-November 2008 yang mencapai 9,5%. Tingginya tingkat suku bunga BI tersebut terjadi sebagai respon dari terjadinya krisis keuangan global 2008. Tingkat suku bunga BI cenderung bergerak stabil kisaran 6-6,75% pada Agustus 2009 sampai awal tahun 2012. Kemudian sejak 19 Agustus 2016, BI memberlakukan BI 7-Day (Reverse) Repo Rate sebagai suku bunga acuan baru yang bergerak pada kisaran 4-5%.

Meskipun penelitian ini berfokus pada indeks syariah, jika diamati lebih dalam akan terlihat peningkatan suku bunga pada periode Oktober 2015

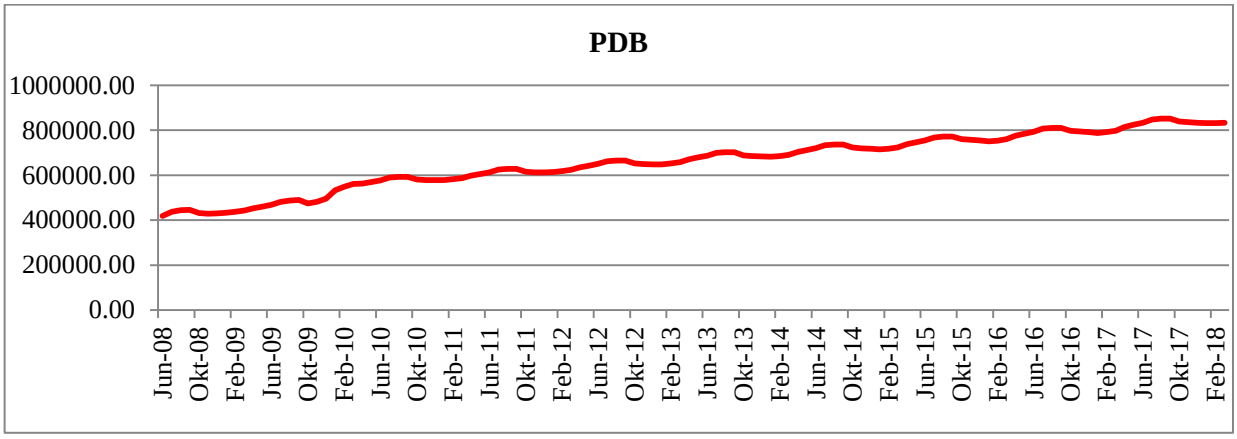
hingga Februari 2018 selaras dengan pergerakan indeks JKPROP pada periode yang sama. Oleh karena itu, variabel IR dimasukkan ke dalam penelitian untuk melihat hubungan keduanya dan ketahanan indeks syariah tersebut.



Gambar IV.4 Perkembangan Tingkat Inflasi Indonesia

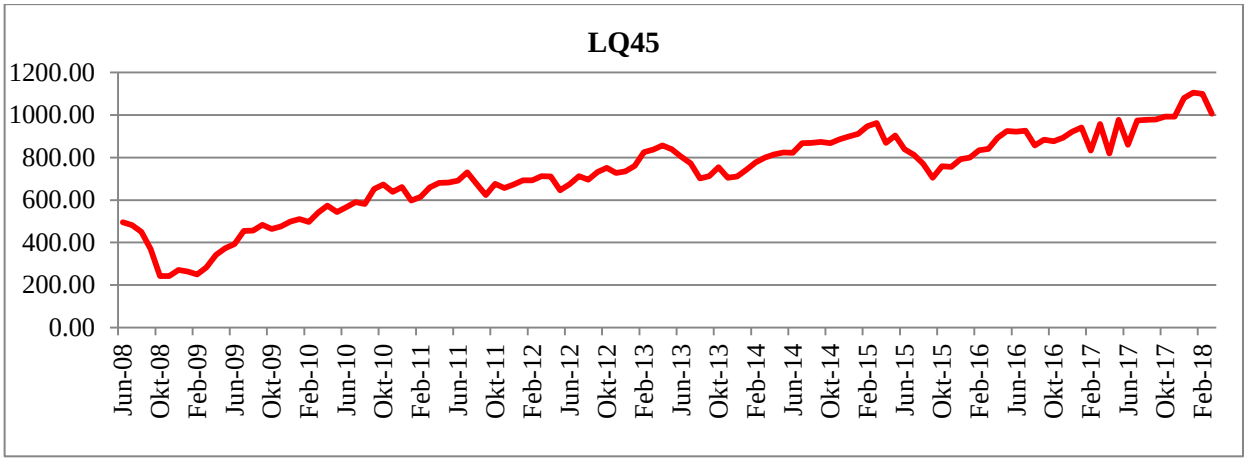
Pola pergerakan tingkat inflasi di Indonesia yang ditunjukkan pada gambar IV.4 menunjukkan bahwa tingkat inflasi Indonesia sangat berfluktuatif. Inflasi tertinggi terjadi pada September 2008 yaitu sebesar 12,14% seiring terjadinya krisis keuangan global. Sedangkan inflasi terendah terjadi pada November 2009 sebesar 2,41%. Perhitungan tingkat inflasi yang dilakukan oleh BI didasarkan dari nilai indeks harga konsumen (IHK). Inflasi yang berada pada kisaran tinggi akan memberikan sinyal negatif bagi perekonomian. Setelah menghadapi krisis *subprime mortgage* dan krisis *slowdown economic Tiongkok*, sejak akhir 2015 hingga Maret 2018 dalam kurun waktu penelitian, tingkat inflasi cenderung menunjukkan kestabilan yaitu berkisar 3-4,5%.

Faktor ekonomi lainnya adalah PDB. Pertumbuhan ekonomi Indonesia selama 10 tahun dalam kurun waktu penelitian yang dideskripsikan oleh nilai PDB pada gambar IV.5 dibawah ini, cenderung bergerak meningkat dari tahun ke tahun. Hal ini menandakan bahwa pembangunan ekonomi bangsa berjalan cukup baik.



Gambar IV.5 Perkembangan Pertumbuhan Domestik Bruto Indonesia

Gambar IV.6 dibawah ini merupakan gambar pergerakan indeks saham LQ45. Variabel LQ45 dijadikan sebagai indikator tolak ukur arah berjalannya pasar modal yang diwakili oleh 45 emiten terbaik.



Gambar IV.6 Perkembangan Indeks Saham LQ45

Pergerakan indeks saham LQ45 selama kurun waktu penelitian cenderung bergerak berfluktuatif namun meningkat perlahan. Indeks saham LQ45 mencapai harga tertinggi pada Januari 2018 yaitu sebesar 1105 dan harga terendahnya pada kisaran 241.

Sedangkan untuk tarif pajak, dari periode Juni 2008 sampai Agustus 2016, pemerintah menetapkan tarif sebesar 5% atas penghasilan dari pengalihan atas tanah dan/atau bangunan, dan perjanjian peningkatan jual beli atas tanah dan/atau bangunan beserta perubahannya yang didasarkan pada PP No.34 Tahun 2016. Melihat pesatnya perkembangan properti Indonesia, terhitung per 7 September 2016, tarif pajak penghasilan (PPh) final penjualan properti non subsidi (PPhPP) tersebut dikurangi menjadi 2,5%. Hal ini tentunya memberi keuntungan bagi perusahaan sektor properti dan menarik investor lokal dan asing untuk mengalokasikan dananya di sektor properti.

4.2 Pengujian Pra-Estimasi

4.2.1 Uji Stasioneritas Data

Uji stasioneritas dalam penelitian ini merupakan tahap awal pra-estimasi yang disyaratkan dalam regresi panel kointegrasi. Uji ini dilakukan untuk mendeteksi keberadaan akar unit pada masing-masing variabel penelitian. Metode pengujian stasioneritas yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji *Philips-Perron (PP - Fisher Chi-square)* dan uji *ADF (Augmented Dickey Fuller)*. Hipotesis yang digunakan sebagai hipotesis awal H_0 menunjukkan adanya keberadaan

akar unit dan hipotesis akhir H_1 menunjukkan tidak ada akar unit pada data. Prosedur untuk mengetahui data stasioner atau tidak dalam penelitian ini adalah dengan membandingkan nilai probabilitas uji ADF dan PP dengan nilai kritis (1%;5%;10%). Jika nilai probabilitas uji ADF atau PP lebih kecil dari nilai kritis maka data dianggap stasioner atau H_0 ditolak dan sebaliknya jika nilai probabilitas uji ADF atau PP lebih besar dari nilai kritis maka data dianggap tidak stasioner atau H_0 diterima. Apabila data hasil uji ADF atau PP belum stasioner maka harus dilakukan perubahan pada derajat integrasi sampai memperoleh data yang stasioner, biasanya stasioneritas dapat diperoleh pada derajat level atau setelahnya yaitu *first difference* seperti yang ditunjukkan pada tabel berikut.

Tabel IV.2 Hasil Uji Stasioner (Unit Root Test)

Prob. Value of		JKPROP	INF	IR	EXR	PDB	PPhPP	LQ45
Fisher-PP	Level	0.6664	0.0006*	0.9737	0.9999	0.8587	1.0000	0.9982
	1st dif.	0.0000*	0.0000*	0.0000*	0.0000*	0.0000*	0.0000*	0.0000*
Prob. Value of		JKPROP	INF	IR	EXR	PDB	PPhPP	LQ45
ADF	Level	0.3595	0.0000*	0.0051*	1.0000	0.3132	1.0000	0.1740
	1st dif.	0.0000*	0.0000*	0.0000*	0.0000*	0.0000*	0.0000*	0.0000*

**stasioner pada nilai kritis 5%*
Sumber: data diolah kembali, Eviews9

Hasil uji akar unit pada tingkat level menunjukkan hanya variabel INF yang stasioner dalam uji PP dan variabel INF, IR yang juga hanya stasioner dalam uji ADF. Oleh karena itu dilakukan pengujian lanjutan pada *first difference*, baik dalam uji ADF maupun uji PP, yang memberikan hasil bahwa semua variabel penelitian telah stasioner yang ditunjukkan oleh nilai probabilitasnya yang kurang dari 5%.

4.2.2 Uji Kointegrasi

Tahapan berikutnya yang harus dipenuhi dalam regresi panel kointegrasi adalah pengujian kointegrasi pada variabel penelitian. Adanya variabel-variabel yang tidak stasioner pada hasil uji sebelumnya memungkinkan terjadinya hubungan kointegrasi antar variabel. Oleh karena itu masih diperlukan uji kointegrasi untuk mengetahui apakah data yang diamati memiliki keseimbangan jangka panjang antar variabel atau tidak ada sama sekali.

Pengujian kointegrasi data panel dalam penelitian ini menggunakan pendekatan residual melalui uji Pedroni (*Pedroni Residual Cointegration Test*). Prosedur untuk mengetahui data berkointegrasi atau tidak dalam penelitian ini adalah dengan membandingkan nilai probabilitas uji Pedroni dengan nilai kritis (1%;5%;10%). Jika nilai probabilitas uji Pedroni lebih kecil dari nilai kritis maka data terkointegrasi. Berikut ringkasan hasil uji Pedroni.

Tabel IV.3 Hasil Uji Kointegrasi

Pedroni Residual Cointegration Test				
	Statistic	Prob.	Statistic	Prob.
Panel v-Statistic	1.828651	0.0337*	2.140536	0.0162*
Panel rho-Statistic	-0.869600	0.1923	-2.127508	0.0167*
Panel PP-Statistic	-1.289474	0.0986**	-2.623334	0.0044*
Panel ADF-Statistic	1.201903	0.8853	0.189604	0.5752
	Statistic	Prob.		
Group rho-Statistic	-1.638478	0.0507**		
Group PP-Statistic	-2.443848	0.0073*		
Group ADF-Statistic	0.934244	0.8249		

**kointegrasi terpenuhi (nilai prob. < nilai kritis 5%)*
***kointegrasi terpenuhi (nilai prob. < nilai kritis 10%)*
Sumber: data diolah kembali, Eviews9

Berdasarkan tabel hasil uji Pedroni diatas, diketahui bahwa dari 11 kriteria kointegrasi statistik Pedroni, terdapat tujuh kriteria yang memiliki nilai probabilitas kurang dari nilai kritis 10%. Hal ini menunjukkan bahwa variabel penelitian terkointegrasi atau adanya hubungan keseimbangan dan kesamaan dalam jangka panjang antar variabel. Penarikan kesimpulan dikatakan data terkointegrasi tersebut merujuk pada penelitian yang dilakukan oleh Saeed Ass Khan (2016) yang menerangkan apabila mayoritas hasil (lebih dari 50% kriteria) dari 11 kriteria uji Pedroni telah signifikan (kurang dari nilai kritis) maka data dikatakan terkointegrasi.

4.3 Estimasi DOLS

Analisis regresi dengan estimasi *dynamic ordinary least square* (DOLS) digunakan untuk memperkirakan vektor kointegrasi tunggal yang mencirikan hubungan jangka panjang di antara variabel-variabel dalam model. Metode DOLS ini melibatkan penambahan regresi kointegrasi dengan *lag* dan *lead*. Dalam penelitian ini, penetuan *lag* dan *lead* DOLS memakai kriteria *Hannan-Quinn* dengan *maximum lag and lead* sebesar 2. Prosedur untuk mengetahui adanya hubungan jangka panjang atau tidak pada model DOLS ini adalah dengan membandingkan nilai probabilitas dengan nilai kritis (1%;5%;10%). Jika nilai probabilitas lebih kecil dari nilai kritis maka ada hubungan jangka panjang. Berikut hasil estimasi DOLS.

Tabel IV.4 Hasil Estimasi dengan DOLS

Method: Panel Dynamic Least Squares (DOLS)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF	16.57574	61.61036	0.269041	0.7880
IR	17.97307	181.1555	0.099213	0.9210
EXR	0.149387	0.095848	1.558589	0.1194
PDB	-0.001153	0.002916	-0.395350	0.6927
PPhPP	334.9416	165.9640	2.018159	0.0439*
LQ45	3.262602	1.401387	2.328124	0.0201*
R-squared	0.615553	Mean dependent var		1045.292
Adjusted R-squared	0.573109	S.D. dependent var		1623.799
S.E. of regression	1060.940	Sum squared resid		1.06E+09
Long-run variance	4580505.			

**siginifikan (prob. < nilai kritis 5%)*
Sumber: data diolah kembali, Eviews9

Hasil estimasi DOLS menunjukkan bahwa ada dua variabel yang signifikan pada taraf 5% atau terdapat hubungan jangka panjang pada variabel tarif pajak (PPhPP) dan indeks saham LQ45 terhadap indeks JKPROP. Hubungan antar variabel ini akan diperkuat oleh hasil estimasi VECM-Wald Test berikut.

4.4 Estimasi VECM-Wald Test

4.4.1 Uji Lag Length

Sebelum mengestimasi data panel dengan VECM & Wald Test, dilakukan pengujian panjang lag optimum (lag length) untuk menghindari adanya autokerelasi dalam model dan seberapa lama pengaruh atar variabel. Panjang lag optimum yang digunakan dalam penelitian ini adalah lag ke-2. Hasil pengujian lag optimum tersebut dapat dilihat pada tabel IV.5 berikut.

Tabel IV.5 Hasil Uji Lag Optimum

VAR Lag Order Selection Criteria						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-41376.14	NA	6.35e+25	79.27804	79.31124	79.29063
1	-31150.64	20294.29	2.17e+17	59.78283	60.04839	59.88355
2	-30469.48	1342.733*	6.46e+16*	58.57181*	59.06973*	58.76066*
* indicates lag order selected by the criterion						
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)						
FPE: Final prediction error						
AIC: Akaike information criterion						
SC: Schwarz information criterion						
HQ: Hannan-Quinn information criterion						

Sumber: data diolah kembali, Eviews9

4.4.2 Uji Stabilitas VAR

Sebelum mengestimasi data panel dengan VECM yang menggunakan metode turunan dari VAR, perlu dilakukan uji stabilitas model VAR. Model VAR dikatakan stabil jika *root*nya memiliki modulus kurang dari satu.

Tabel IV.6 Hasil Uji Stabilitas VAR

Roots of Characteristic Polynomial	
Root	Modulus
0.998771	0.998771
0.988564	0.988564
0.961525	0.961525
0.921845 - 0.117364i	0.929286
0.921845 + 0.117364i	0.929286
0.746222	0.746222
0.664436 - 0.240187i	0.706516
0.664436 + 0.240187i	0.706516
-0.383906	0.383906
0.272509 - 0.190659i	0.332584
0.272509 + 0.190659i	0.332584
0.225450	0.225450
-0.114042	0.114042
0.047985	0.047985
No root lies outside the unit circle.	
VAR satisfies the stability condition.	

Sumber: data diolah kembali, Eviews9

Dari hasil uji stabilitas VAR pada penelitian ini diketahui bahwa nilai modulus untuk model penelitian indeks saham syariah sektor properti di Indonesia berkisar dari 0.047985 sampai 0.998771, artinya nilai modulus kurang dari 1 yang menerangkan bahwa sistem VAR yang digunakan stabil, seperti yang ditunjukkan tabel IV.6 di atas.

4.4.3 Estimasi VECM-Wald Test

Setelah syarat stasioner pada *first difference* dan kointegrasi terpenuhi, maka dilanjutkan estimasi dengan *VECM-Wald Test*. Estimasi *VECM-Wald Test* pada regresi panel kointegrasi dilakukan untuk mengukur adanya keseimbangan hubungan jangka panjang dan jangka pendek antar variabel penelitian serta mengukur kecepatan penyesuaian pergerakan variabel-variabel tersebut selama jangka pendek menuju keseimbangan jangka panjanganya yang diukur dari nilai *error correction term* (ECT).

Prosedur penentuan bahwa variabel secara parsial memiliki hubungan jangka panjang dan pendek dalam penelitian ini adalah dengan membandingkan nilai *t-statistic* setiap variabel dengan nilai *t critical value* yaitu 1.96 (nilai standar). Jika nilai *t-statistic* variabel lebih besar dari 1.96 maka variabel dianggap memiliki hubungan jangka panjang.

Sedangkan signifikansi secara keseluruhan pada model jangka pendek Wald Test dideteksi dari nilai probabilitas *Chi-Square Wald Test* yang kurang dari nilai kritis (1%, 5%, atau 10%).

Apabila nilai probabilitas dari C(1) yang merupakan *error correction term* kurang dari nilai kritis maka hasil penelitian dikatakan memiliki penyesuaian jangka pendek terhadap keseimbangan jangka panjang yang berpengaruh signifikan.

Tabel IV.7 Hasil Estimasi VECM

Jangka Pendek		
Variabel	**Koefisien**	**t-statistic**
CointEq1	-0.000324	[-2.60825]
D(JKPROP(-1))	0.041422	[1.31134]
D(JKPROP(-2))	0.038412	[1.20552]
D(INF(-1))	56.62889	[3.84834]*
D(INF(-2))	12.27450	[0.85175]
D(IR(-1))	-109.6925	[-2.18830]*
D(IR(-2))	-13.01775	[-0.25364]
D(EXR(-1))	0.006617	[0.17985]
D(EXR(-2))	-0.050633	[-1.53057]
D(PDB(-1))	-0.002339	[-1.71690]
D(PDB(-2))	-0.000728	[-0.56407]
D(PPhPP(-1))	100.4902	[2.68037]*
D(PPhPP(-2))	70.31582	[1.85073]
D(LQ45(-1))	0.441704	[1.71180]
D(LQ45(-2))	0.452977	[1.75512]
C	16.77008	[1.59066]
Jangka Panjang		
JKPROP(-1)	1.000000	
INF(-1)	-12813.23	[-4.09012]*
IR(-1)	-75725.28	[-8.36878]*
EXR(-1)	36.57548	[7.43297]*
PDB(-1)	-1.797389	[-11.8391]*
PPhPP(-1)	69838.28	[8.43402]*
LQ45(-1)	844.5036	[11.6123]*
C	396101.4	
D(JKPROP) = C(1)(JKPROP(-1) - 12813.23*INF(-1) - 75725.28*IR(-1) + 36.57548*EXR(-1) - 1.797389*PDB(-1) + 69838.28*PPHPP(-1) + 844.5036*LQ45(-1) + 396101.4) + C(2)*D(JKPROP(-1)) + C(3)*D(JKPROP(-2)) + C(4)*D(INF(-1)) + C(5)*D(INF(-2)) + C(6)*D(IR(-1)) + C(7)*D(IR(-2)) + C(8)*D(EXR(-1)) + C(9)*D(EXR(-2)) + C(10)*D(PDB(-1)) + C(11)*D(PDB(-2)) + C(12)*D(PPHPP(-1)) + C(13)*D(PPHPP(-2)) + C(14)*D(LQ45(-1)) + C(15)*D(LQ45(-2)) + C(16)*		

**signifikan (t-statistic > t-kritis 1,96)*
Sumber: data diolah kembali, Eviews9

Tabel IV.8 Hasil ECT dan Wald Test

Error Correction Term			
	Coefficient	t-Statistic	Prob.
C(1)	-0.000321	-2.581624	0.0099*
Wald Test			
Test Statistic	Value	df	Probability
Chi-square	25.02484	8	0.0015*

**signifikan (t-statistic > t-kritis 1,96 atau prob < nilai kritis 5%)*
Sumber: data diolah kembali, Eviews9

Berdasarkan hasil estimasi VECM pada tabel IV.7 diatas, dapat dijelaskan bahwa secara parsial terdapat tiga variabel dalam jangka pendek yang berpengaruh signifikan terhadap indeks JKPROP dan enam atau semua variabel dependen secara signifikan mempengaruhi indeks JKPROP dalam jangka panjang.

Tiga variabel yang mempengaruhi indeks JKPROP dalam jangka pendek tersebut meliputi inflasi (INF), suku bunga (IR), dan tarif pajak (PPhPP). Namun secara bersama-sama, semua variabel mempunyai hubungan jangka pendek. Hal tersebut ditunjukkan oleh hasil Wald Test yang mengindikasikan terpenuhinya hubungan jangka pendek antar variabel secara bersamaan.

Sedangkan dalam jangka panjang, variabel inflasi (INF), suku bunga (IR), nilai tukar Rupiah (EXR), PDB, tarif pajak (PPhPP) dan indeks saham LQ45 secara parsial mempengaruhi pergerakan indeks saham syariah sektor properti (JKPROP). Hasil ini memperkuat hasil estimasi DOLS yang hanya memperoleh dua variabel yang berpengaruh signifikan dalam jangka panjang.

4.5 Hubungan dan Pengaruh Faktor Perekonomian terhadap Pergerakan Indeks Saham Syariah Sektor Properti di Indonesia (JKPROP)

4.5.1 Hubungan Faktor Perekonomian terhadap JKPROP

Perbedaan hasil hubungan dalam jangka panjang dan jangka pendek yang ditunjukkan pada tabel IV.7 menjelaskan bahwa pada umumnya reaksi satu variabel terhadap variabel lainnya membutuhkan waktu (lag). Tiga faktor perekonomian yang digunakan dalam penelitian ini berpengaruh secara signifikan dalam jangka pendek. Namun enam faktor perekonomian secara signifikan berpengaruh dalam jangka panjang. Penyesuaian pergerakan hubungan jangka pendek antar variabel tersebut dalam menuju keseimbangan hubungan jangka panjangnya ditunjukkan pada tabel IV.8 dengan kointegrasi kesalahan atau *error correction term* (ECT) yang bernilai negatif dan secara statistik signifikan.

Pergerakan indeks saham syariah sektor properti di Indonesia selama kurun waktu penelitian dalam analisis jangka pendek dipengaruhi oleh tingkat inflasi, tingkat suku bunga, dan tarif pajak pada lag pertama dengan dugaan parameter kointegrasi kesalahan sebesar -0.000321. Namun dalam jangka panjang, selain ketiga variabel yang mempengaruhi dalam jangka pendek tersebut juga dipengaruhi oleh PDB, indeks saham LQ45, dan nilai tukar. Setiap faktor ekonomi memiliki kontribusi yang berbeda-beda terhadap pergerakan indeks saham syariah sektor properti Indonesia. Perubahan

pergerakan indeks JKPROP selama 10 tahun penelitian lebih banyak didominasi oleh guncangan pada tingkat inflasi, yang kemudian diikuti guncangan oleh tarif pajak dan tingkat suku bunga. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian pada hubungan jangka pendek faktor ekonomi terhadap pergerakan indeks JKPROP, yang kemudian diperkuat dari hasil uji variance of decomposition (FEVD) berikut.

Tabel IV.9 Hasil Uji FEVD

Variance Decomposition of JKPROP:								
Period	S.E.	JKPROP	INF	IR	EXR	PDB	PPHPP	LQ45
1	268.2255	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	388.1705	99.06202	0.604173	0.066692	0.001182	0.053316	0.188127	0.024492
3	486.7193	98.00534	1.291191	0.049091	0.083218	0.100321	0.349898	0.120937
4	570.0234	97.61627	1.637990	0.036562	0.095378	0.157194	0.342298	0.114312
5	642.4987	97.38694	1.838964	0.030363	0.088936	0.242262	0.312309	0.100223
6	706.7300	97.23069	1.987074	0.038577	0.080097	0.299461	0.280917	0.083190
7	764.8210	97.06576	2.138453	0.065588	0.075166	0.325717	0.254878	0.074440
8	818.1530	96.91246	2.276327	0.109332	0.069234	0.323881	0.234355	0.074408
9	867.7341	96.76987	2.396909	0.162756	0.063487	0.310513	0.219261	0.077200
10	914.3281	96.64075	2.499462	0.219059	0.058408	0.292909	0.208399	0.081010

Sumber: data diolah kembali, Eviews9

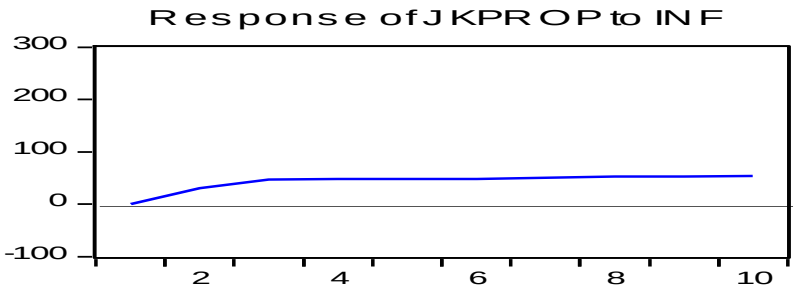
Berdasarkan tabel diatas, apabila diurutkan, varian tingkat inflasi, tarif pajak, dan tingkat suku bunga menunjukkan tren naik terbesar diantara enam variabel ketika terjadi guncangan di periode tahun ke 2. Inilah dugaan yang menyebabkan ketiga variabel tersebut mempengaruhi secara cepat dalam jangka pendek terhadap pergerakan indeks JKPROP. Dalam periode 10 tahun penelitian, varian nilai tukar, PDB, indeks saham LQ45 menunjukkan tren yang menurun. Hal ini berarti ketika tejadi guncangan pada ketiga variabel ini, pengaruhnya akan terlihat sangat lambat yang menyebabkan hanya berpengaruh signifikan pada hubungan jangka panjang.

4.5.2 Pengaruh Inflasi terhadap JKPROP

Inflasi sering dikaitkan dengan kondisi perekonomian yang dilihat dari kondisi harga barang dan jasa. Ketika tingkat inflasi tinggi maka dapat dikatakan kondisi ekonomi negara yang bersangkutan cenderung mengalami kenaikan pada harga barang dan jasanya. Dalam penelitian ini tingkat inflasi berpengaruh secara signifikan terhadap pergerakan indeks saham syariah sektor properti di Indonesia baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang, seperti yang tercantum pada tabel IV.7.

Selama jangka panjang, inflasi berpengaruh negatif terhadap pergerakan JKPROP dengan koefisien sebesar 12813.23. Hal ini sejalan dengan hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini, bahwa tingkat inflasi memberikan sinyal negatif terhadap indeks harga saham syariah sektor properti. Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Thobarry (2009), Umam (2017), Suciningtyas dan Khoiroh (2015) juga memperoleh hasil yang sama. Ketika tingkat inflasi tinggi maka biaya produksi akan lebih tinggi dari harga bahan baku pembangunan properti yang ditetapkan oleh perusahaan. Akibatnya profitabilitas perusahaan berisiko menurun yang berdampak pada menurunnya tingkat pendapatan rill yang diperoleh investor dari investasinya. Seiring dengan menurunnya minat investor maka harga saham perusahaan pun ikut menurun.

Namun dalam jangka pendek, inflasi ternyata berpengaruh positif terhadap pergerakan JKPROP pada lag pertama. Hal ini diperkuat dengan hasil *impulse response function* (IRF) berikut.



Gambar IV.7 Respon JKPROP terhadap Inflasi

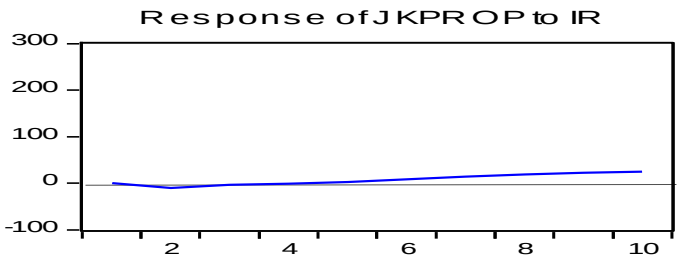
Respon JKPROP terhadap guncangan (shock) inflasi bergerak positif sejak memasuki tahun ke-2 hingga tahun ke-10 dalam kurun waktu penelitian. Hal ini menjelaskan bahwa ketika tingkat inflasi mulai tinggi, indeks saham syariah sektor properti mengalami kenaikan. Hasil ini sejalan dengan penelitian Kismawadi (2013) yang memperoleh hasil yang sama ketika menganalisa saham JII. Selain itu Astuti, dkk (2016) juga menemukan hasil yang serupa. Kemungkinan kondisi tersebut diduga terjadi karena investor spekulan cenderung membeli saham sesaat sebelum terjadinya inflasi dalam jangka pendek.

4.5.3 Pengaruh Suku Bunga terhadap JKPROP

Pergerakan suku bunga di Indonesia sangat erat kaitannya dengan sektor properti. Suku bunga pinjaman dan kredit yang ditawarkan oleh perbankan kepada masyarakat ketika ingin memiliki properti riil mengacu pada suku bunga acuan yang ditetapkan oleh BI. Tingkat

suku bunga acuan BI yang tinggi akan berdampak pada naiknya suku bunga pinjaman dan suku bunga kredit. Hal ini berarti biaya bunga yang ditanggung debitor (sebagian besar berasal dari sektor usaha) akan meningkat, akibatnya profitabilitas emiten properti akan menurun yang akan diiringi dengan menurunnya harga saham perusahaan.

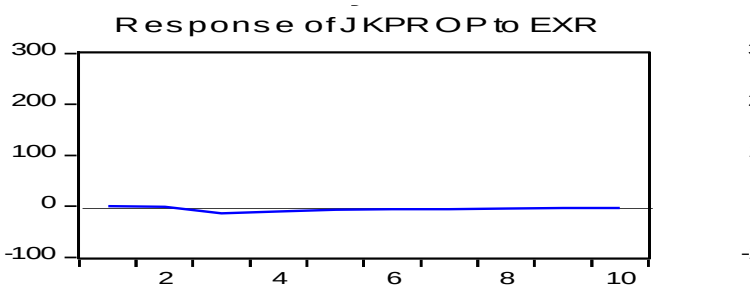
Hubungan suku bunga dan harga saham yang bersifat negatif ini memperkuat hasil penelitian yang menunjukkan bahwa tingkat suku bunga BI berpengaruh negatif signifikan terhadap pergerakan indeks JKPROP baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek seperti tertera pada tabel IV.7. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian Ligocka, dkk (2015); Asmara dan Suarjaya (2018). Ketika tingkat suku bunga naik maka harga saham akan turun sebab investor akan lebih tertarik pada tabungan deposito. Selain itu, dalam kurun waktu 10 tahun penelitian, ketika suku bunga BI mengalami guncangan maka JKPROP akan merespon lambat dari pergerakan indeks saham syariah yang menurun (negatif) bergerak menaik ke arah positif sebagai bentuk respon pemulihan akibat guncangan (shock). Hal tersebut ditunjukkan pada hasil IRF berikut.



Gambar IV.8 Respon JKPROP terhadap Suku Bunga BI

4.5.4 Pengaruh Nilai Tukar terhadap JKPROP

Nilai tukar USD/IDR memberikan pengaruh yang berbeda terhadap pergerakan indeks saham syariah sektor properti di Indonesia. Dalam jangka pendek nilai tukar tidak berpengaruh signifikan. Namun dalam jangka panjang mempengaruhi secara positif dengan koefisien sebesar 36.57548. Sebagian perusahaan emiten syariah sektor properti di Indonesia diduga kemungkinan besar tergolong perusahaan ekspor sehingga ketika nilai Rupiah tinggi (terdepresiasi) maka harga saham pun ikut naik. Hal ini sejalan dengan penelitian indeks harga saham sektor properti dan real estat yang dilakukan oleh Sofyani (2015) bahwa nilai tukar USD/IDR berpengaruh positif signifikan terhadap indeks tersebut. Namun hasil IRF menunjukkan hal sebaliknya.



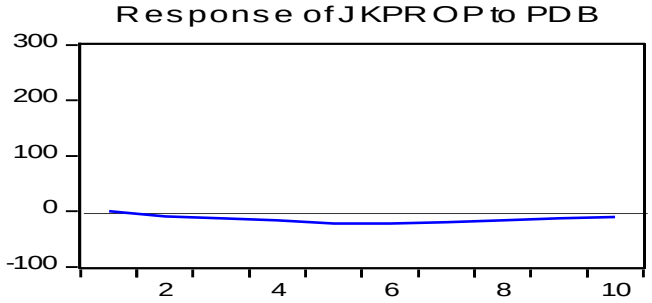
Gambar IV.9 Respon JKPROP terhadap Nilai Tukar Rupiah

Respon negatif JKPROP yang ditunjukkan pada gambar diatas terhadap guncangan nilai tukar Rupiah terhadap Dollar AS selama 10 tahun pengamatan menggambarkan bahwa ketika Rupaih terdepresiasi maka sebagian perusahaan sektor properti di Indonesia yang berbasis impor menanggung biaya yang lebih besar akibat mengimpor bahan baku dari luar, yang kemudian pendapatan perusahaan berkurang

untuk membayar hal tersebut sehingga pendapatan dividen pun ikut menurun yang diiringi dengan turunnya harga saham.

4.5.5 Pengaruh Produk Domestik Bruto terhadap JKPROP

Dalam jangka panjang, tambahan kenaikan produk domestik bruto Indonesia sebesar 1Milyar akan berpengaruh terhadap penurunan pergerakan indeks harga saham syariah sektor properti sebesar 1.797389 atau dengan kata lain PDB berpengaruh negatif siginifikan terhadap JKPROP. Hal tersebut didukung oleh hasil IRF yang menunjukkan respon negatif JKPROP terhadap perubahan nilai PDB selama periode pengamatan.



Gambar IV.10 Respon JKPROP terhadap PDB

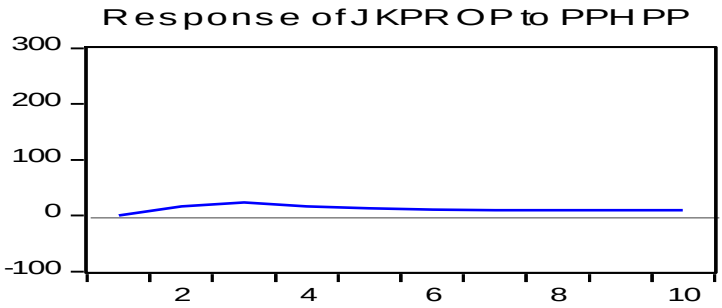
Hal ini tidak sejalan dengan hipotesis penelitian dan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ratnanto (2015) dan Umam (2017) yang menyatakan bahwa pertumbuhan PDB berpengaruh positif terhadap harga saham. Ketika PDB negara tumbuh positif maka daya beli masyarakat meningkat, artinya keadaan ekonomi negara membaik yang memberikan sinyal positif kepada investor untuk berinvestasi.

Namun dalam penelitian ini, PDB berpengaruh negatif signifikan terhadap indeks saham syariah sektor properti. Trend ini terjadi

dikarenakan perubahan PDB dalam jangka panjang tidak sesuai harapan pasar sehingga berpengaruh negatif terhadap pergerakan indeks JKPROP.

4.5.6 Pengaruh Tarif Pajak terhadap JKPROP

Pajak sebagai bagian dari instrumen kebijkan fiskal pemerintah Indonesia merupakan penyumbang terbesar dalam keuangan negara. Dalam kaitannya dengan sektor properti, pajak selalu menjadi faktor penting bagi emiten maupun investor. Pranata, dkk (2015) menjelaskan bahwa tarif pajak erat kaitannya dengan *capital gain*. Apabila *capital gain* dikenakan pajak dengan tarif lebih rendah daripada pajak atas dividen maka saham tersebut akan memiliki tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi. Hasil penelitian pada tabel IV.7 menunjukkan bahwa tarif pajak berpengaruh positif signifikan terhadap pergerakan indeks harga saham syariah sektor properti di Indonesia baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.



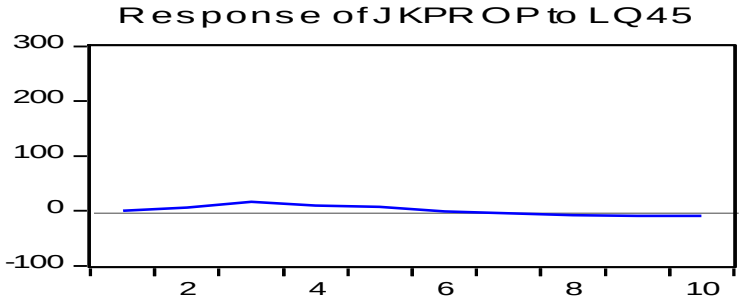
Gambar IV.11 Respon JKPROP terhadap PPhPP

Respon JKPROP terhadap guncangan tarif pajak PPhPP pun bergerak positif selama kurun waktu penelitian. Hal ini menandakan

bahwa tarif pajak yang ditentukan pemerintah merupakan penentu penting dalam kebijakan dividen, seperti yang dipaparkan dalam penelitian Nnadi dan Akpomi (2008).

4.5.7 Pengaruh Indeks Saham LQ45 terhadap JKPROP

Indeks saham LQ45 merupakan representasi dari kondisi pasar modal Indonesia secara umum setelah IHSG. LQ45 ini diwakili oleh 45 emiten terbaik yang sangat likuid dalam transaksi perdagangan di pasar modal. Indeks saham LQ45 hanya mempengaruhi pergerakan indeks harga saham syariah sektor properti di Indonesia pada jangka panjang, namun tidak pada jangka pendek (lihat tabel IV.7).



Gambar IV.12 Respon JKPROP terhadap LQ45

Respon berfluktuatif dari arah positif ke arah negatif juga ditunjukkan oleh indeks JKPROP terhadap shock yang mungkin terjadi pada indeks saham LQ45. Respon ini sebagai bentuk adaptasi indeks saham syariah sektor properti yang selaras dengan pergerakan indeks saham LQ45, yang mungkin sebagian anggotanya juga merupakan anggota dari indeks saham LQ45, mengingat 9 emiten sektor properti syariah yang diambil dalam penelitian ini merupakan perusahaan sektor properti dengan kapitalisasi pasar terbesar.