Determinan Indeks Harga Saham Syariah Sektor Properti di Indonesia

Haifa Lestari*[1],
FE Universitas Islam Indonesia
haifa.lestari@gmail.com

Abdul Hakim, S.E, M.Ec., Ph.D.[2],
FE Universitas Islam Indonesia
abdul.hakim.feuii@gmail.com

Abstrak

Properti sebagai salah satu sub sektor indeks saham di Indonesia memiliki daya tarik sendiri bagi investor. Prediksi akan nilai investasi properti yang terus tumbuh dan meningkat setiap tahunnya selalu cukup menjanjikan bagi masyarakat. Investasi saham properti dipercaya lebih memberi keuntungan bagi investor karena tidak membutuhkan dana besar dan tidak menimbulkan masalah likuiditas. Namun kegiatan berinvestasi di pasar modal dapat mengalami pasang surut akibat beberapa faktor, seperti kondisi perekonomian negara tempat berinvestasi. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh dan hubungan dari faktor ekonomi terhadap indeks harga saham syariah sektor properti di Indonesia (JKPROP) dengan menggunakan uji panel kointegrasi. Faktor ekonomi yang diteliti meliputi inflasi, suku bunga, kurs, PDB, tarif pajak, dan LQ45. Sembilan perusahaan sektor properti dengan likuiditas transaksi dan kapitalisasi pasar paling besar yang terdaftar di ISSI dijadikan subjek yang mewakili JKPROP. Data diambil dari tahun 2008:6-2018:3. Hasil penelitian menerangkan bahwa terdapat kointegrasi jangka panjang antara enam faktor ekonomi dan JKPROP. Tiga faktor ekonomi berpengaruh signifikan dalam jangka pendek. Setiap faktor ekonomi memberikan kontribusi yang berbeda-beda terhadap pergerakan keragaman JKPROP.

Kata kunci— *Saham Syariah, Properti, Determinan*

Property is one sub sectors of Indonesia stock index. It has a special allure for investor. The prediction of value on property investment that will continuously grow up every year, always becomes quite profitable for investor. Investment on property stock is considered more profitable because it does not require large fund and not cause liquidity problem. However, investing in capital market can experience up and down due to several factors, such as economic condition. This paper aims to analyze the modeling of effect and relationship between sharia property stock price in Indonesia (JKPROP) and economic factors. It used co-integration panel test. Economic factors in this research are inflation, interest rate, exchange rate, GDP, tax rate, and LQ45. Nine of property sector companies that had the largest transaction liquidity and market capitalization on ISSI list is representing JKPROP. The data is taken from 2008:6-2018:3. The result of this research explained that there is a long term co-integration between six economic factors and JKPROP. Three of economic factors had a significant effect in the short term. Every economics factor gave different contribution on movement of the JKPROP diversity.

Keywords—*Sharia Stock, Property, Determinants*

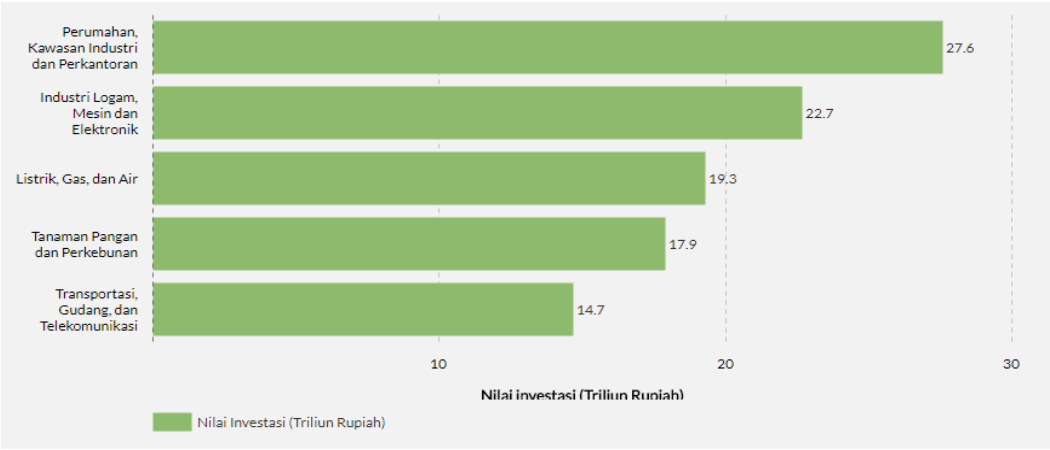
PENDAHULUAN

Perubahan pola pikir masyarakat dalam berbelanja telah mendorong sebagian dari mereka mencari alternatif lain untuk mengelola kekayaannya. Salah satunya berinvestasi saham di pasar modal. Saham merupakan surat berharga yang berwujud selembar kertas sebagai tanda kepemilikan individu atau kelompok atas modal penyertaannya terhadap perusahaan yang menerbitkan surat tersebut. Pesatnya perkembangan sektor properti di Indonesia yang ditandai dengan semakin meningkatnya permintaan masyarakat akan kebutuhan papan telah membuat para pemilik perusahaan properti menjadikan pasar modal sebagai tempat untuk memperoleh dana dari sumber eksternal. Hal ini sejalan dengan fungsi pasar modal yaitu sebagai sarana pendanaan usaha dan sarana bagi masyarakat untuk menginvestasikan dana belanjanya.

Properti sebagai salah satu sub sektor indeks saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) memiliki daya tarik sendiri bagi investor. Seiring meningkatnya permintaan masyarakat akan hunian residensial maupun komersil, tetap tidak mengurangi daya tarik mereka untuk menjadikan saham pada sektor properti sebagai pilihan bentuk investasi jangka panjang. Menurut Simanungkalit (2009) dalam bukunya "Cara Kaya Melalui Properti" mendefinisikan *real estate* sebagai tanah dengan segala perbaikan dan perkembangannya. Perbaikan yang dimaksud adalah semua buatan manusia yang dilekatkan pada tanah sehingga *real estate* dapat diartikan sebagai tanah dan semua benda yang menyatu di atasnya (berupa bangunan) serta yang menyatu terhadapnya (halaman, pagar, jalan, saluran, dan lain-lain yang berada di luar bangunan). Sedangkan properti atau *real property* diartikan sebagai kepentingan dan hak-hak yang menyangkut kepemilikan tanah, bangunan, dan perbaikan yang menyatu terhadapnya

Dalam tiga tahun terakhir, saham sektor properti pernah mencapai *one day-greatest gain* sebesar 28,29% pada 14 Juli 2016 yang dipublikasikan dalam laporan keuangan BEI tahun 2016 kuartal IV. Hal tersebut menunjukkan bahwa berinvestasi di saham sektor properti memiliki daya saing yang kuat dibandingkan berinvestasi pada properti riil. Selain itu, investor yang membeli saham properti lebih diuntungkan karena tidak membutuhkan dana besar dan saham properti tersebut dapat diperjualbelikan kapan saja. Investor tidak memerlukan banyak waktu untuk menjualnya di pasar modal sehingga terhindar dari masalah likuiditas.

Menurut Zhou (2006), Indonesia merupakan salah satu kawasan yang cukup diminati oleh kalangan investor di Asia dalam berinvestasi properti karena harga properti di Indonesia yang relatif lebih murah dan memiliki *rental yield* yang lebih tinggi dibandingkan di Singapura dan Malaysia.



Gambar I Realisasi Investasi pada Lima Sektor yang Paling Diminati, Q1 2018
Sumber: Badan Koordinasi Penanaman Modal

Hal tersebut sejalan dengan laporan publikasi dari BKPM (Badan Koordinasi Penanaman Modal) yang menerangkan bahwa sektor perumahan, kawasan industri dan perkantoran menjadi sektor realisasi investasi yang paling diminati pada kuartal I tahun 2018 yaitu sebesar 27,6% yang ditunjukkan berikut.

Berdasarkan pemaparan diatas, dapat diprediksi pertumbuhan sektor properti riil akan selalu meningkat setiap tahunnya. Namun hal tersebut tidak diiringi dengan pergerakan nilai saham properti yang semakin meningkat juga. Berikut pergerakan indeks harga saham sektor properti Indonesia (JKPROP) selama lima tahun.

Gambar II Pergerakan Saham JKPROP selama lima tahun terakhir
Sumber: Yahoo Finance

Dilihat dari gambar II, pergerakan saham JKPROP berfluktuatif dan tidak sejalan dengan prediksi pertumbuhan sektor properti rill yang dianggap selalu meningkat. Grafik diatas menunjukkan bahwa kegiatan di pasar modal dapat mengalami pasang surut karena disebabkan oleh beberapa faktor. Salah satunya kondisi perekonomian negara yang dijadikan sebagai pendorong bagi kestabilan perkembangan pasar modal. Ada dua faktor yang mampu mempengaruhi keputusan investor dalam berinvestasi yaitu faktor internal dan faktor eksternal perusahaan (Apsari dan Kaluge, 2015). Faktor internal meliputi kondisi keuangan dan kinerja perusahaan sedangkan faktor eksternal mencakup faktor makroekonomi negara tempat perusahaan tersebut beroperasi, seperti inflasi, kurs dan suku bunga.

Pergerakan harga saham JKPROP yang berfluktuasi menurun dari tahun 2015 ke tahun 2014 diduga sebagai bentuk pemulihan ekonomi negara dari dampak krisis *slowdown economic Tiongkok* yang berlangsung dari tahun 2011 sampai tahun 2015 akibat perubahan basis ekonomi Tiongkok dari berbasis ekspor-investasi menjadi berbasis jasa-konsumsi serta kebijakan devaluasi nilai mata uang *Chinese Yuan Renmibi* (CNY) yang dikeluarkan oleh PBOC (*The People's Bank of China*).

Selain itu krisis keuangan global terparah juga pernah terjadi pada tahun 2008 yang dikenal dengan krisis *Subprime Mortgage* yang berakar dari krisis kredit perumahan di Amerika Serikat dimana pergerakan saham properti menjadi sangat menurun drastis yang berdampak pada kerugian portofolio investor. Hal ini sejalan dengan yang dijelaskan oleh Tangjitprom (2012) yang mengklasifikasikan bahwa ada empat kelompok faktor makroekonomi yang mampu mempengaruhi pergerakan harga saham, yaitu kondisi pertumbuhan ekonomi suatu negara secara umum; suku bunga dan kebijakan moneter; tingkat harga-harga meliputi indeks harga konsumen (IHK), laju inflasi, atau harga komoditas seperti harga minyak dunia; yang

terakhir yaitu kegiatan internasional seperti nilai tukar, investasi asing langsung (FDI), dan kondisi pasar uang secara global.

Berdasarkan permasalahan tersebut, paper ini bertujuan untuk melakukan penelitian kembali hubungan dan pengaruh dari faktor ekonomi Indonesia terhadap indeks harga saham sektor properti Indonesia. Indeks harga saham sektor properti yang dikaji dalam penelitian ini adalah yang tercatat dalam indeks saham syariah Indonesia (ISSI). Dari 52 perusahaan saham sektor properti yang tercatat di ISSI, diambil 9 emiten properti syariah sekaligus anggota tetap ISSI sebagai fokus perhatian dalam penelitian ini. Sembilan emiten tersebut merupakan bagian dari 12 emiten properti real estate syariah terbaik yang memilki likuiditas transaksi dan kapitalisasi pasar saham terbesar.

KAJIAN TEORI

Investasi dalam perspektif Islam dipandang sebagai suatu kegiatan mengelola dan memanfaatkan kelebihan kekayaan yang tidak hanya ditujukan untuk keuntungan semata tetapi pada kegiatan yang dilakukan secara islami atau mengikuti prinsip-prinsip syariah. Investasi merupakan bagian dari kegiatan muamalah yang sangat dianjurkan dalam kehidupan seorang Muslim sebab harta yang diinvestasikan menjadi produktif dan memberi manfaat untuk Muslim itu sendiri dan orang lain.

Saham Syariah

Saham syariah pada dasarnya sama dengan saham pada pasar modal konvensional, yang membedakannya adalah saham syariah diperdagangkan di pasar modal syariah dan harus datang dari emiten yang memenuhi kriteria syariah.

Indeks Harga Saham Sektoral

Indeks harga saham merupakan indikator pergerakan harga saham. Pergerakan indeks dijadikan indikator penting bagi investor untuk melakukan investasi di pasar modal yaitu untuk menentukan apakah akan menjual, membeli, atau menahan sahamnya. BEI saat ini memiliki 11 jenis indeks harga saham. Salah satunya indeks harga saham sektoral. Saat ini ada 10 sektor yang ditetapkan oleh BEI yaitu Pertanian; Pertambangan; Industri Dasar; Aneka Industri; Barang Konsumsi; Properti; Infrastruktur; Keuangan; Perdangangan dan Jasa; dan Manufaktur.

Hipotesis

Berikut hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini

- H_1 : Diduga inflasi berpengaruh negatif terhadap indeks harga saham syariah sektor properti
- H_2 : Diduga suku bunga berpengaruh negatif terhadap indeks harga saham syariah sektor properti
- H_3 : Diduga kurs berpengaruh positif terhadap indeks harga saham syariah sektor properti
- H_4 : Diduga PDB berpengaruh positif terhadap indeks harga saham syariah sektor properti
- H_5 : Diduga tarif pajak berpengaruh positif terhadap indeks harga saham syariah sektor properti
- H_6 : Diduga LQ45 berpengaruh positif terhadap indeks harga saham syariah sektor properti

ISBN:

- H_7 : Diduga terdapat hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara faktor-faktor fundamental perekonomian yang terdiri atas inflasi, suku bunga, kurs, pdb, tarif pajak dan LQ45 terhadap indeks harga saham syariah sektor properti

METODE PENELITIAN

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data bulanan dari bulan Juni 2008 sampai Maret 2018.

Perusahaan sektor properti syariah yang dijadikan fokus penelitian meliputi 9 emiten properti syariah terbaik yang tercatat di ISSI yang memilki likuiditas transaksi dan kapitalisasi pasar saham terbesar. Berikut 9 perusahaan tersebut.

Tabel I Variabel Dependen (9 Perusahan Sektor Properti)

No	Kode	Nama Perusahaan
1	CTRA	Ciputra Development Tbk.
2	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk.
3	ASRI	Alam Sutera Realty Tbk.
4	LPKR	Lippo Karawaci Tbk.
5	SMRA	Summarecon Agung Tbk.
6	KIJA	Kawasan Industri Jababeka Tbk.
7	LPCK	Lippo Cikarang Tbk.
8	PWON	Pakuwon Jati Tbk.
9	DILD	Intiland Development Tbk.

Sumber: diolah

Sedangkan faktor ekonomi yang dianggap memberi pengaruh pada indeks harga saham syariah sektor properti tersebut meliputi inflasi, suku bunga, kurs, produk domestik bruto (PDB), LQ45, dan tarif pajak. Tarif pajak yang digunakan dalam penelitian ini adalah tarif pajak penghasilan (PPh) final penjualan properti non subsidi yang didasarkan pada PP No.34 Tahun 2016.

Data dalam penelitian ini berbentuk data panel sehingga untuk mengetahui hubungan dan pengaruh antar variabel digunakan uji regresi panel kointegrasi. Uji regresi ini digunakan untuk memperkirakan hubungan kointegrasi dalam data panel yang dianalisis dengan estimasi model DOLS (*Dynamic OLS*) dan *Vector Error Correction Model* (VECM). Perangkat yang digunakan adalah *Eviews 9*.

Berikut urutan metode estimasi yang digunakan pada regresi panel kointegrasi dalam penelitian ini:

1) Uji Stasioneritas (Unit Root Test)

   Uji stasioneritas bertujuan untuk mengetahui apakah data sudah stasioner atau tidak akibat adanya *random walk*. Uji ini dilakukan untuk mengetahui ada atau tidaknya akar unit dalam suatu data *time series*. Jika data mengandung akar unit maka data dikatakan tidak stasioner dan sebaliknya dikatakan stasioner jika data tersebut mendekati rata-ratanya dan tidak dipengaruhi waktu. Untuk mendeteksi keberadaan akar unit tersebut dapat digunakan beberapa metode pengujian stasioneritas, diantaranya adalah *uji ADF (Augmented Dickey Fuller) dan uji Philips-Perron (PP - Fisher Chi-square)*

2) Uji Kointegrasi (Cointegration Test)

   Uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah data yang diamati memiliki keseimbangan jangka panjang antar variabel. Jika variabel dalam model terdapat kointegrasi maka terdapat hubungan jangka panjang dan sebaliknya jika tidak terdapat kointegrasi antar

variabel maka tidak terdapat keterkaitan hubungan dalam jangka panjang. Uji kointegrasi dilakukan untuk menghindari fenomena regresi lancung (palsu). Dalam penelitian ini, uji kointegrasi data panel yang dapat digunakan meliputi Uji Kao dan Uji Pedroni. Kedua uji sama-sama menggunakan residual dalam menguji kointegrasi dalam data panel.

3) Analisis DOLS (Dynamic OLS)

Menurut Stock-Watson (1983) analisis *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* dari ΔX_t. Model persamaan DOLS Stock-Watson ditetapkan sebagai berikut

$$Y_t = \beta_0 + \vec{\beta} X + \sum_{j=-q}^{p} \vec{d}_j \Delta X_{t-j} + u_t$$

dengan Y_t variabel dependen, X matriks variabel independen, $\vec{\beta}$ vektor kointegrasi yang menunjukkan hubungan atau efek jangka panjang, p panjang lag, q panjang lead.

Istilah *lag* dan *lead* dalam regresi DOLS memiliki tujuan untuk menunjukkan kesalahan stokastik atau sifat random dari variabel independen terhadap seluruh sejarah regresi stokastik sebelumnya. Penetuan *lag* dan *lead* dalam metode DOLS dapat ditentukan sendiri sesuai dengan kriteria yang dapat digunakan, diantaranya *Akaike Infromation Creation (AIC), Schwarz Information Criterion (SC)* atau *Hannan-Quinn Criterion (HQC)* (Ekananda, 2014).

4) Analisis *Vector Error Correction Model* (VECM)

Regresi panel kointegrasi dengan VECM disebut dengan *Panel Vector Error Correction Model* (PVECM). Model PVECM ini digunakan untuk menunjukkan hubungan dinamis antar variabel-variabel pengamatan yang tidak terbatas pada suatu waktu yang sama tetapi berlanjut sepanjang waktu (Ekananda, 2016). Hubungan dinamis yang dimaksud adalah hubungan jangka panjang dan jangka pendek. Dalam penelitian ini dilakukan dua uji, yaitu (1)Regresi VECM, merupakan metode turunan dari VAR dengan syarat semua variabel harus stasioner pada differensiasi pertama, yang digunakan untuk melihat hubungan jangka panjang antar variabel secara keseluruhan maupun parsial dan menunjukkan hubungan kausalitas antar variable; (2)*Wald Test*, digunakan untuk mengetahui adanya hubungan jangka pendek antar variabel.

Berikut model yang digunakan untuk menggambarkan pengaruh variabel ekonomi terhadap indeks harga saham syariah sektor properti di Indonesia dalam penelitian ini :

$$\begin{aligned}\Delta JKPROP_t = \alpha_0 &+ \sum_{t=1}^{m} \alpha_{1i}\, \Delta JKPROP_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{2i}\, \Delta LQ45_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{3i}\, \Delta IR_{t-1} \\ &+ \sum_{t=1}^{m} \alpha_{4i}\, \Delta INF_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{5i}\, \Delta EXR_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{6i}\, \Delta PDB_{t-1} \\ &+ \sum_{t=1}^{m} \alpha_{7i}\, \Delta PPhPP_{t-1} + \alpha_8 ECT_{t-1} + \varepsilon_t\end{aligned}$$

$$\Delta LQ45_t = \alpha_0 + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{1i}\, \Delta LQ45_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{2i}\, \Delta JKPROP_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{3i}\, \Delta IR_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{4i}\, \Delta INF_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{5i}\, \Delta EXR_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{6i}\, \Delta PDB_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{7i}\, \Delta PPhPP_{t-1} + \alpha_8 ECT_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\Delta IR_t = \alpha_0 + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{1i}\, \Delta IR_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{2i}\, \Delta LQ45_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{3i}\, \Delta JKPROP_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{4i}\, \Delta INF_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{5i}\, \Delta EXR_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{6i}\, \Delta PDB_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{7i}\, \Delta PPhPP_{t-1} + \alpha_8 ECT_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\Delta INF_t = \alpha_0 + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{1i}\, \Delta INF_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{2i}\, \Delta LQ45_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{3i}\, \Delta IR_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{4i}\, \Delta JKPROP_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{5i}\, \Delta EXR_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{6i}\, \Delta PDB_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{7i}\, \Delta PPhPP_{t-1} + \alpha_8 ECT_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\Delta EXR_t = \alpha_0 + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{1i}\, \Delta EXR_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{2i}\, \Delta LQ45_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{3i}\, \Delta IR_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{4i}\, \Delta INF_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{5i}\, \Delta JKPROP_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{6i}\, \Delta PDB_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{7i}\, \Delta PPhPP_{t-1} + \alpha_8 ECT_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\Delta PDB_t = \alpha_0 + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{1i}\, \Delta PDB_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{2i}\, \Delta LQ45_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{3i}\, \Delta IR_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{4i}\, \Delta INF_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{5i}\, \Delta EXR_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{6i}\, \Delta JKPROP_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{7i}\, \Delta PPhPP_{t-1} + \alpha_8 ECT_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\Delta PPhPP_t = \alpha_0 + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{1i}\, \Delta PPhPP_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{2i}\, \Delta LQ45_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{3i}\, \Delta IR_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{4i}\, \Delta INF_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{5i}\, \Delta EXR_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{6i}\, \Delta PDB_{t-1} + \sum_{t=1}^{m} \alpha_{7i}\, \Delta JKPROP_{t-1} + \alpha_8 ECT_{t-1} + \varepsilon_t$$

Keterangan :

JKPROP	: Indeks harga saham syariah sektor properti Indonesia dari 9 emiten
LQ45	: Indeks saham dari 45 perusahaan terbaik yang tercatat di BEI
IR	: Tingkat suku bunga acuan Bank Indonesia
EXR	: Kurs tengah dari nilai tukar Rupiah terhadap Dollar AS
INF	: Laju inflasi yang diukur dari IHK
PDB	: PDB atas harga konstan
PPhPP	: Tarif pajak penghasilan final penjualan properti non subsidi
ECT	: *Error Correction Term*

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

Tahap pertama dalam regresi panel kointegrasi adalah menguji apakah data yang digunakan memiliki akar unit atau tidak. Prosedur untuk mengetahui data terbebas dari akar unit atau stasioner dengan membandingkan nilai probabilitas uji Fisher-PP atau ADF dengan nilai kritis (1%,5%, atau 10%).

Tabel II 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 difference	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 difference	0.0000*	0.0000*	0.0000*	0.0000*	0.0000*	0.0000*	0.0000*

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

Berdasarkan tabel II diketahui bahwa semua variabel penelitian telah stasioner pada *1st difference* karena nilai probabilitas setiap variabel < nilai kritis. Hal ini menandakan data terbebas dari akar unit.

Tahap kedua adalah melakukan uji kointegrasi dengan uji Pedroni. 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, yang ditunjukkan pada tabel III dibawah ini. 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.

Tabel III 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

Kedua syarat utama dalam uji panel kointegrasi telah terpenuhi yaitu data telah stasioner dan terkointegrasi. Kemudian dilakukan analisis DOLS dan PVECM. Penentuan lag optimum dalam penelitian ini memakai kriteria *Hannan Quinn* dengan *maximum lag* sebesar 2. Hasil estimasi DOLS menunjukkan bahwa terdapat pengaruh jangka panjang pada variabel tarif pajak dan LQ45 terhadap JKPROP.

Tabel IV 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%)*

Adanya hubungan jangka panjang tersebut diperkuat kembali oleh hasil estimasi panel kointegrasi dengan VECM-Wald test. Tabel V dan VI dibawah ini menegaskan bahwa secara keseluruhan variabel faktor ekonomi yang terdiri dari inflasi, suku bunga, kurs, PDB, LQ45, dan tarif pajak mempunyai hubungan jangka panjang dan jangka pendek terhadap indeks harga saham syariah sektor properti di Indonesia.

Tabel V 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

Hubungan antar variabel tersebut juga ditunjukkan dari nilai koefisian dan probabilitas ECT (C(1)) yang negatif signifikan yang menandakan bahwa hubungan jangka pendek antar variabel mampu menyesuaikan dengan cukup cepat terhadap perubahan di dalam hubungan jangka panjang antar variabel.

Tabel VI Hasil Estimasi dengan 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

Secara parsial, dalam hubungan jangka panjang, inflasi dan suku bunga berpengaruh negatif signifikan terhadap indeks harga saham syariah sektor properti di Indonesia. Hasil ini sejalan dengan hasil penelitian Thobarry (2009). Apabila tingkat inflasi menurun atau rendah maka akan menjadi sinyal positif bagi investor untuk menanamkan modalnya sebab biaya produksi berkurang artinya profitabilitas perusahaan meningkat dan dampaknya harga saham perusahaan pun ikut naik.

Kurs, tarif pajak, LQ45 memberi pengaruh positif dalam hubungan jangka panjang terhadap indeks harga saham syariah sektor properti di Indonesia. Hasil ini mendukung penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Astuti (2016), Pranata (2015), Nnadi dan Akpomi (2008). Namun berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Thobarry (2009) yang memperoleh bahwa pertumbuhan PDB berpengaruh positif terhadap harga saham. Pada tabel VI, ditunjukkan bahwa dalam jangka panjang PDB berpengaruh negatif signifikan terhadap indeks harga saham syariah sektor properti di Indonesia. Sedangkan untuk jangka pendek, secara parsial, inflasi, tingkat suku bunga, dan tarif pajak berpengaruh terhadap indeks harga saham syariah sektor properti di Indonesia.

Pembahasan

Faktor-faktor ekonomi Indonesia memiliki pengaruh yang berarti terhadap pergerakan indeks harga saham syariah sektor properti di Indonesia. Setiap faktor ekonomi memiliki kontribusi yang berbeda-beda terhadap keragaman pergerakan indeks harga saham syariah sektor properti di Indonesia. Dalam hubungan jangka panjang, terdapat enam faktor perekonomian yang berpengaruh terhadap pergerakan indeks harga saham syariah sektor properti di Indonesia yaitu inflasi (negatif), suku bunga (negatif), kurs (positif), tarif pajak (positif), PDB (negatif), indeks saham LQ45 (positif). Sedangkan tiga faktor perekonomian berpengaruh secara signifikan dalam jangka pendek, yaitu inflasi (positif), tarif pajak (positif) dan suku bunga (negatif). Reaksi satu variabel terhadap variabel lainnya membutuhkan waktu (lag).

Inflasi memberikan sinyal negatif terhadap pergerakan indeks harga saham syariah sektor properti. Kondisi inflasi yang meninggi akan memungkinkan turunnya harga saham.

Dalam jangka pendek, inflasi berpengaruh positif terhadap pergerakan indeks harga saham syariah sektor properti namun berpengaruh negatif signifikan dalam jangka panjang. Kondisi jangka pendek tersebut terjadi karena minat dan permintaan investor spekulan terhadap saham mulai meningkat sehingga harga saham pun ikut naik saat tingkat inflasi tinggi. Sedangkan dalam jangka panjang, pergerakan indeks harga saham syariah sektor properti selama kurun waktu penelitian memberi respon cenderung stabil setelah menurun drastis pasca krisis keuangan global mengikuti pergerakan tingkat inflasi yang cenderung stabil.

Suku bunga yang ditetapkan BI dalam hubungan jangka panjang maupun jangka pendek memberikan pengaruh negatif signifikan terhadap pergerakan indeks harga saham syariah sektor properti. Harga saham akan tinggi ketika suku bunga BI turun. Dalam kurun waktu penelitian saat terjadi guncangan pada suku bunga BI, pergerakan indeks harga saham syariah merespon melambat menuju peningkatan sebagai bentuk pemulihan akibat guncangan. Hal ini mengindikasikan bahwa saham syariah secara tidak langsung juga terkena dampak dari guncangan suku bunga BI.

Kurs atau nilai tukar mempengaruhi positif signifikan pergerakan indeks harga saham syariah sektor properti dalam jangka panjang, tapi tidak pada jangka pendek. Hal ini berarti emiten sektor properti yang masuk dalam daftar ISSI sebagian besar adalah perusahaan ekspor, sehingga ketika nilai nominal Rupiah bergerak tinggi (terdepresiasi terhadap dollar AS) maka harga saham emiten pun bergerak naik secara perlahan.

PDB memberi pengaruh signifikan terhadap pergerakan indeks harga saham syariah sektor properti dalam jangka panjang, tetapi berpengaruh negatif. Hal ini dikarenakan ekspektasi pasar terhadap pergerakan PDB dalam jangka penjang tidak memenuhi harapan pasar sehingga ketika PDB Indonesia selama kurun waktu penelitian bergerak meningkat maka memungkinkan harga saham syariah bergerak menurun. Sebab volume perdagangan diduga lebih banyak diisi oleh kepemilikan lokal dibandingkan kepemilikan asing.

Tarif pajak memberi sinyal yang positif terhadap pergerakan indeks harga saham syariah sektor properti dalam jangka panjang dan jangka pendek. Adanya penurunan tarif pajak mendorong pengusaha properti mendapatkan keuntungan yang lebih besar sehingga *capital gain* yang diterima investor juga akan bertambah yang diiringi permintaan saham properti meningkat akibatnya harga saham pun ikut naik.

Indeks saham LQ45 berpengaruh positif signifikan terhadap pergerakan indeks harga saham syariah sektor properti dalam jangka panjang. Ketika terjadi guncangan pada indeks saham LQ45, indeks saham syariah sektor properti merespon pergerakan yang selaras dengan pergerakan indeks saham LQ45 yang mengindikasikan kemungkinan sebagian anggota saham syariah sektor properti juga merupakan anggota dari LQ45.

KESIMPULAN

Hasil analisis panel kointegrasi menerangkan bahwa analisis dengan PVECM memberikan pemodelan yang kuat untuk menggambarkan pengaruh dan hubungan antara faktor ekonomi dengan indeks harga saham syariah sektor properti di Indonesia. Setiap faktor ekonomi memiliki kontribusi yang berbeda-beda terhadap keragaman pergerakan indeks harga saham syariah sektor properti di Indonesia.Keenam faktor ekonomi yang menjadi fokus penelitian secara bersama-sama memberikan pengaruh terhadap indeks harga saham syariah sektor properti di Indonesia, baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Namun secara parsial tiga faktor perekonomian berpengaruh secara signifikan dalam jangka pendek, yaitu inflasi (positif), tarif pajak (positif) dan suku bunga (negatif), sedangkan dalam hubungan jangka

panjang, terdapat enam faktor perekonomian yang berpengaruh terhadap pergerakan indeks harga saham syariah sektor properti di Indonesia yaitu inflasi (negatif), suku bunga (negatif), kurs (positif), tarif pajak (positif), PDB (negatif), indeks saham LQ45 (positif). Reaksi satu variabel terhadap variabel lainnya membutuhkan waktu (lag).

Adanya gambaran akan hubungan keadaan ekonomi negara tempat berinvestasi akan sangat membantu investor dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi di pasar saham syariah. Sebelum berinvestasi, seorang investor hendaknya perlu melakukan analisis dan pengkajian ulang terhadap prospek dari emiten dan keadaan perekonomian negara yang akan menjadi tempat membeli instrumen investasi. Selain faktor ekonomi sebagai variabel eksternal yang mempengaruhi pergerakan indeks harga saham syariah, faktor internal emiten saham dan perilaku investor juga memungkinkan terjadinya keragaman pada pergerakan indeks harga saham syariah sektor properti.

SARAN

Penelitian selanjutnya diharapkan dapat mengambil ruang lingkup yang lebih luas, tidak terbatas hanya pada keadaan perekonomian negara tempat berinvestasi, tetapi juga melibatkan faktor internal perusahaan dan faktor perekonomian dunia.

DAFTAR PUSTAKA

Akpomi, Meg dan Matthias Nnadi. (2008). *The Effect of Taxes on Dividend Policy of Banks in Nigeria*. International Research Journal of Finance and Economics, No.19, p.48, 2008.

Apsari, Bella Anindita dan David Kaluge. (2015). *Analisis Pengaruh Faktor Internal dan Eksternal terhadap Harga Saham Sektor Properti & Real Estate yang tercatat di BEI QE*. Jurnal Vol.04-No.04 Desember 2015.

Astuti, Rini dan Joyce Lapian, Paulina Van Rate. (2016). *Pengaruh Faktor Makro Ekonomi Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2006-2015*. Jurnal Berkala Ilmiah Efisiensi Volume 16 No. 02 Tahun 2016.

Ekananda, Mahyus. (2014). *Analisis Data Time Series : Untuk Penelitian Ekonomi, Manajemen, dan Akuntansi*. Jakarta : Mitra Wacana Media.

Ekananda, Mahyus. (2016). *Analisis Ekonometrika Data Panel Edisi 2*. Jakarta : Mitra Wacana Media.

Pranata, Gede Dan I Gusti Purnamawati, I Made Pradana Adiputra. (2015). *Pengaruh Tarif Pajak Dan Kebijakan Dividen Terhadap Harga Saham (Studi Kasus Pt. Telekomunikasi Indonesia, Tbk).* E-Journal S1 Ak Universitas Pendidikan Ganesha Jurusan Akuntansi Program S1 (Volume 3 No. 1 Tahun 2015).

Saeed Ass Khan, Muhammad. (2016). *How to Apply DOLS Model and Panel Cointegration*.http://www.academia.edu/29746348/HOW_TO_APPLY_DOLS_MODEL_AND_PANEL_COINTEGRATION.

Simanungkalit, Panagian. (2009). *Menjadi Kaya Melalui Properti*. Pusat Studi Properti Indonesia (PSPI) : Panagian School of Property.

Stock, James H. dan Mark W. Watson. (1993). *A Simple Estimator of Cointegrating Vectors in Higher Order Integrated Systems*. Econometrica, Vol. 61, No. 4, July, 783-820.

Tangjitprom, N. (2012). *The Review of Macroeconomic Factors and Stock Returns*. International Business Research, 5(8), 107–115. https://doi.org/10.5539/ibr.v5n8p107

Thobarry, Achmad Ath. (2009). *Analisis Pengaruh Nilai Tukar, Suku Bunga, Laju Inflasi dan Pertumbuhan GDP Terhadap Indeks Harga Saham Sektor Properti*. https://Ejournal.Undip.ac.id/

Zhu, Tommy. Artikel "Investasi Properti di Indonesia vs Negara Tetangga", Investors Academy. (www.investors-academy.co.id)

www.idx.co.id
www.bps.go.id
www.investing.com
www.yahoofinance.com