

PENGARUH KEJUTAN PERMINTAAN DAN PENAWARAN *CRUDE PALM OIL* TERHADAP PASAR SAHAM SYARIAH

Luthfia Ayu Karina

Magister Ekonomi dan Keuangan, Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta
Luthfia.aka@gmail.com

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji respon pasar saham Syariah di Indonesia atas kejutan harga minyak kelapa sawit (CPO) dunia berdasarkan sumber kejutan permintaan dan penawarannya pada periode 2007:1-2016:12 dengan menggunakan model Vector Error Correction Model (VECM). Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat perbedaan respon dari pasar saham syariah di Indonesia dari sumber kejutan yang berbeda. Perubahan harga CPO yang berasal dari kejutan total harga CPO dunia direspon positif dan signifikan oleh JII. Efek yang diciptakan oleh kejutan permintaan lebih besar dari pada yang diciptakan oleh sumber kejutan lainnya, akan tetapi respon ini tidak signifikan terhadap pasar saham syariah, sedangkan perubahan harga CPO yang didorong oleh kejutan penawaran direspon negatif signifikan oleh JII. Perubahan harga CPO memiliki kontribusi terhadap pergerakan Jakarta Islamic Index (JII) baik dari sumber kejutan permintaan, kejutan penawaran maupun pada saat sumber kejutan tidak diperhitungkan. Perubahan harga CPO memiliki kontribusi paling besar terhadap pergerakan JII pada saat terjadi kejutan penawaran, sedangkan pada saat terjadi kejutan permintaan harga CPO menunjukkan kontribusi yang lebih kecil.

Kata Kunci: *Harga CPO, Kejutan Permintaan, Kejutan Penawaran, Pasar Saham Syariah, VECM*

Abstract

The purpose of this paper is to examine Shariah stock market response in Indonesia on the shock of world crude palm oil price based on shock source of demand and supply at period 2007: 1-2016: 12 using Vector Error Correction Model (VECM) model. The results of this study indicate that there are differences in response from the shariah stock market in Indonesia from different sources of shock. World CPO prices changes on stock price from total shocks responded positively and significantly by JII. The effects created by demand shocks are bigger than other sources of shock, but these responses are insignificant to the shariah stock market, while CPO price changes fueled by supply shocks are responded negatively by JII. World CPO prices changes have contributed to the movement of the Jakarta Islamic Index (JII) either from sources of demand shocks, shock supply or when shock sources are ignored. World CPO prices changes have the biggest contribution to the JII movement in the supply shock, while in the demand shock shows a smaller contribution.

Keywords: *CPO Price, Demand Shock, Supply Shock, Shariah Stock Market, VECM*

1. Pendahuluan

Pasar modal merupakan salah satu instrumen investasi penting dalam perekonomian dunia, karena pasar modal berperan sebagai penunjang perekonomian negara dalam banyak sektor.

Pasar modal syariah telah berkembang di berbagai negara, baik di negara yang mayoritas penduduknya beragama Islam seperti negara di kawasan Timur Tengah, Indonesia, Malaysia, maupun negara yang mayoritas penduduknya non muslim seperti Inggris dan Jerman. Perkembangan pasar modal syariah ditandai dengan perkembangan berbagai produk keuangan syariah seperti sukuk, saham syariah, dan reksa dana syariah.

Secara umum kegiatan Pasar Modal Syariah tidak memiliki perbedaan dengan pasar modal konvensional, perbedaan antara pasar modal konvensional dengan pasar modal syariah dapat dilihat pada instrumen dan mekanisme transaksinya, sedangkan perbedaan nilai indeks saham syariah dengan nilai indeks saham konvensional terletak pada kriteria saham emiten yang harus memenuhi prinsip-prinsip dasar syariah.

Sebagaimana pasar saham konvensional, sebagai salah satu bagian dari instrumen perekonomian dunia, pasar saham syariah juga terdampak berbagai krisis yang melanda perekonomian dunia. Dampak krisis keuangan telah semakin berimbas ke sektor riil. Sejalan dengan kelesuan di sektor riil, perkembangan harga komoditas dunia seperti harga minyak dunia, CPO, karet, dan berbagai komoditas unggulan lainnya juga mengalami penurunan secara signifikan. Di tengah kejatuhan harga berbagai komoditas dunia, terbatasnya akses pembiayaan pelaku bisnis semakin meningkatkan ketidakpastian prospek sektor keuangan dan ekonomi secara keseluruhan. Kondisi ini memicu kejatuhan harga saham yang lebih dalam di bursa saham seluruh dunia (*Outlook Ekonomi Indonesia*, 2009).

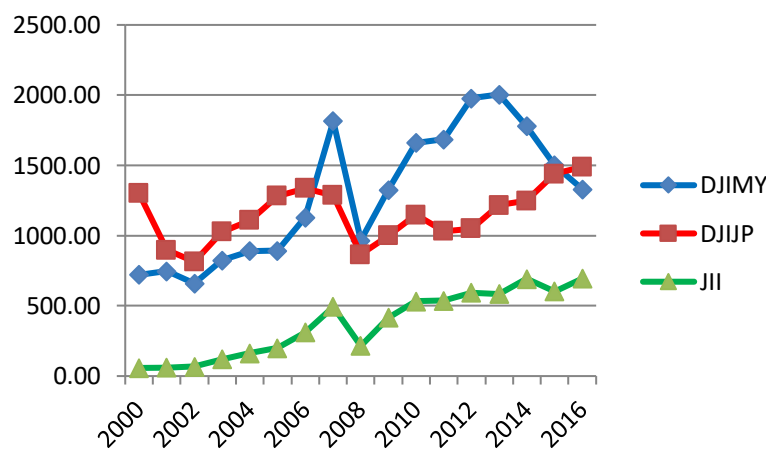
Dalam pasar modal dan pasar uang dikenal konsep pasar efisien, dimana harga efek berubah dengan cepat sebagai reaksi atas informasi baru sehingga harga efek yang terbentuk di pasar telah mencerminkan seluruh informasi tentang efek tersebut atau "*stock prices reflect all available information*". Hal ini mungkin terjadi karena sebagai salah satu instrumen perekonomian, pasar modal syariah tidak terlepas dari pengaruh yang berkembang di lingkungannya, baik yang terjadi di lingkungan ekonomi mikro yaitu peristiwa atau keadaan para emiten, seperti laporan kinerja, pembagian deviden, perubahan strategi atau perubahan strategis dalam rapat umum pemegang saham, akan menjadi informasi yang menarik bagi para investor di pasar modal. Selain lingkungan ekonomi mikro, perubahan lingkungan yang dimotori oleh kebijakan-kebijakan makro, kebijakan moneter, kebijakan fiskal maupun regulasi pemerintah dalam sektor riil dan keuangan, akan pula mempengaruhi gejala di pasar modal.

Faktor-faktor yang memengaruhi pergerakan harga saham cukup beragam. Tangjitprom (2012) mengklasifikasikan faktor-faktor makroekonomi yang memengaruhi harga saham ke dalam 4 kelompok, yaitu kondisi pertumbuhan ekonomi secara umum, suku bunga dan kebijakan moneter, tingkat harga-harga yang meliputi Indeks Harga Konsumen untuk mengukur tingkat harga secara umum dan laju inflasi atau harga kunci aset seperti harga minyak dunia, dan yang terakhir kegiatan internasional seperti nilai tukar, investasi asing langsung, serta kondisi pasar keuangan secara global.

Selain faktor makroekonomi, Sadorsky (1999) dan Hamilton (1983) menunjukkan bahwa harga komoditas, terutama harga energi, memiliki dampak signifikan pada ekonomi suatu negara. Serangkaian guncangan harga komoditas akan berdampak pada sektor industri, pertumbuhan ekonomi dan perkembangan keuangan pasar modal.

Minyak Kelapa Sawit (CPO) adalah salah satu komoditas dunia yang sangat penting. Fluktuasi harga CPO mendapat sorotan karena merupakan salah satu minyak nabati yang paling banyak dikonsumsi dan diproduksi di dunia. Konsumsi CPO dunia mengalami peningkatan dari tahun ke tahun, selama tahun 2013-2014 konsumsi CPO mencapai 57,485 ribu metrik ton (MT) menjadi 60,543 ribu metrik ton (MT) pada tahun 2016-2017 (FAS Statistics, Agustus 2017). Gejala harga CPO yang terjadi akan menimbulkan kekhawatiran di berbagai negara konsumen di seluruh dunia. Kenaikan harga CPO akan menjadikan turut naiknya harga barang-barang yang menggunakannya sebagai bahan baku seperti minyak goreng, margarin, sabun, kosmetika, industri farmasi maupun bahan bakar (biodiesel). Fluktuasi dari harga komoditas CPO ini akan memicu kenaikan harga komoditas lain dan menimbulkan tekanan inflasi.

Harga CPO dunia yang pada tahun 2008 melonjak naik lebih tinggi dibanding tahun-tahun sebelumnya telah memberikan andil yang cukup besar atas meningkatnya harga saham syariah di Indonesia, Malaysia dan Jepang, sebelum pada akhirnya menurun tajam terdampak krisis subprime mortgage yang terjadi di US. Lonjakan harga CPO ini diindikasikan karena adanya peningkatan permintaan dunia dan permintaan pelaku pasar di lantai bursa. Peningkatan permintaan yang tidak sebanding dengan produksi dan penawaran CPO di pasar internasional mengakibatkan naiknya harga CPO dunia. Pergerakan harga CPO yang tidak stabil di pasar dunia akan mempengaruhi indeks harga saham di berbagai sektor. Sebab perusahaan-perusahaan yang berhubungan dengan komoditas mempunyai nilai kapitalisasi pasar yang cukup besar pada indeks harga saham. Perubahan harga tersebut juga akan mempengaruhi harga saham perusahaan dan keputusan pelaku bisnis minyak kelapa sawit yang pada akhirnya akan mempengaruhi indeks harga saham. Perbandingan pola harga saham syariah dan harga CPO dunia ditunjukkan pada grafik 1.1 sebagai berikut.



Grafik 1.1 Perbandingan Harga Saham Syariah dan Harga CPO
Sumber: Wall Street Journal, data diolah kembali

Grafik 1.1 menunjukkan pergerakan harga CPO yang diikuti oleh pergerakan indeks saham syariah di Indonesia, Malaysia dan Jepang. Dari pergerakan harga CPO yang apabila dibandingkan dengan pergerakan indeks saham syariah tampak bahwa harga komoditas tersebut memiliki arah pola pergerakan yang hampir serupa. Hal ini menunjukkan terdapat hubungan antara harga komoditas dan pergerakan indeks saham syariah, terutama komoditas pada sektor perkebunan.

Hubungan tersebut dapat bersifat positif dan dapat juga bersifat negatif. Harga CPO yang tinggi akan menguntungkan negara-negara penghasil CPO, tetapi merugikan bagi negara sebab akan membuat harga-harga komoditas lain yang menggunakan bahan baku CPO melambung. Akan tetapi, hal sebaliknya terjadi di bursa saham. Pada saat harga CPO dunia mengalami kenaikan maka banyak investor yang akan meresponnya dengan menanamkan saham pada sektor perkebunan. Pada saat harga CPO mengalami penurunan investor justru akan meresponnya dengan menjual sahamnya dan mengalihkannya ke sektor lain yang lebih stabil sehingga akan menekan kinerja saham sektor komoditas perkebunan dan industri barang konsumsi. Keputusan investor tersebut selanjutnya akan mempengaruhi cukup dalam pergerakan harga saham di pasar saham.

Penelitian terdahulu yang berkaitan dengan pengaruh harga komoditas dan makroekonomi pada pasar saham telah dilakukan oleh Dhaoui dan Saidi (2015), Gyasi (2016), Malini dan Jais (2014), Johnnywinata, *et. all* (2015), Antonio, *et. all* (2013), Noordin, *et.al* (2014), Kang (2015), Tangjitporm (2012), Majid, *et. al* (2009) dan Kilian dan Park (2009) yang menjelaskan faktor-faktor yang memengaruhi pasar saham baik faktor domestik maupun internasional.

Beberapa penelitian tersebut menggunakan data-data variabel dan periode yang berbeda sehingga memberikan hasil yang berbeda-beda juga, selain itu penelitian-penelitian tersebut belum banyak yang menggunakan harga *Crude Palm Oil* (CPO) sebagai variabel, sebagian besar menggunakan harga emas dunia dan harga minyak dunia. Adapun penelitian yang menggunakan produksi komoditas untuk mengetahui sumber kejutan yang terjadi baik dari sisi permintaan dan

sisi penawaran terbatas pada objek harga minyak mentah saja, namun dalam hasil penelitian sebelumnya belum menjelaskan apakah terdapat perbedaan atau persamaan respon yang terjadi dari sumber kejutan harga yang berbeda. Selain itu pada penelitian sebelumnya juga tidak membahas mengenai bagaimana pengaruh kebijakan moneter dalam kondisi sumber kejutan yang berbeda. Oleh karena itu, merupakan hal yang menarik untuk meneliti seberapa besar pengaruh dari perubahan harga komoditas terhadap indeks harga saham dan sumber dari kejutan perubahan harga CPO.

Dalam konteks penelitian ini peneliti memberikan batasan kepada variabel-variabel yang akan digunakan yaitu harga minyak kelapa sawit dunia (CPO), variabel makroekonomi Indonesia yaitu Indeks Produksi Industri (IPI), Nilai tukar terhadap Dolar Amerika, Suku Bunga, *Indeks Dow Jones Islamic Malaysia* (DJIMY) dan *Indeks Dow Jones Islamic Japan* (DJJJP) sebagai variabel independen utama, indeks harga saham syariah yang akan digunakan sebagai variabel dependen adalah *Jakarta Islamic Index* (JII).

Berdasarkan latar belakang tersebut, maka penelitian ini mencoba untuk melihat bagaimana pengaruh faktor makroekonomi dan harga komoditas dunia terhadap pergerakan indeks harga saham syariah di Indonesia. Selain itu penelitian ini juga akan menganalisis pengaruh kejutan (*shock*) harga CPO dari sisi permintaan dan sisi penawaran yang terjadi terhadap harga saham syariah tersebut dengan menggunakan harga dan faktor produksi komoditas minyak kelapa sawit (CPO) dunia.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis respon dari harga saham syariah di Indonesia yang diwakili oleh *Jakarta Islamic Index* (JII) akibat kejutan (*shock*) yang terjadi pada tingkat harga komoditas CPO dunia. Menganalisis pengaruh kebijakan moneter terhadap variabel makroekonomi jika kejutan harga CPO berasal dari sumber yang berbeda, yaitu dari sisi permintaan dan penawaran, serta menganalisis besarnya kontribusi variabel tingkat harga komoditas CPO dunia terhadap pergerakan *Jakarta Islamic Index* (JII).

Selanjutnya pembahasan hasil penelitian dalam tesis ini disusun sebagai berikut. Bagian 2 mengulas literatur yang berhubungan dengan penelitian dan hasil-hasil penelitian yang pernah dilakukan oleh peneliti-peneliti terdahulu yang dapat menjadi bahan pertimbangan bagi penelitian ini untuk mengembangkan kerangka pemikiran dan hipotesis. Bagian 3 terdiri dari desain penelitian, definisi operasional dan pengukuran variabel, populasi dan sampel, sumber dan metode pengumpulan data, dan metode analisis data. Bagian 4 membahas mengenai analisis data, temuan empiris yang diperoleh dalam penelitian, serta hasil pengujian hipotesis dan pembahasan hasil penelitian. Bagian 5 berisikan kesimpulan yang diperoleh dari hasil penelitian serta saran bagi investor khususnya investor yang ingin berinvestasi pada pasar saham (*stock market*).

2. Kajian Teori

Untuk mendukung penelitian ini, maka dilakukan kajian terhadap beberapa penelitian terdahulu yang memiliki relevansi terkait pengaruh harga komoditas dan makroekonomi terhadap pasar saham syariah sebagai berikut:

Penelitian yang dilakukan Dhaoui dan Saidi (2015) menggunakan variabel Indeks Produksi Industri, Suku Bunga Jangka Pendek, Harga Minyak Dunia dan Produksi Minyak Dunia untuk mengidentifikasi pengaruh kejutan (*shock*) permintaan dan penawaran Minyak Dunia terhadap pasar saham di negara-negara OECD. Dalam Penelitian tersebut ditemukan bahwa kejutan permintaan minyak dunia memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap pasar saham di negara-negara pengimpor minyak dan memiliki pengaruh yang positif signifikan di negara-negara pengekspor Minyak. Sedangkan kejutan penawaran Minyak Dunia memiliki pengaruh yang negatif signifikan lebih banyak di negara-negara pengimpor dari pada di negara-negara pengekspor dan memiliki pengaruh yang positif signifikan lebih banyak di negara pengimpor daripada negara pengekspor.

Cunado dan Perez de Gracia (2014) mengusulkan spesifikasi kejutan harga minyak alternatif yang memperhitungkan produksi minyak dunia dan harga minyak dunia untuk menguraikan guncangan pasokan minyak dan guncangan permintaan minyak untuk memeriksa dampak guncangan harga minyak terhadap return saham di 12 negara pengimpor minyak Eropa yang menggunakan *Vector Autoregressive* (VAR) dan *Vector Error Correction Models* (VECM) untuk periode Februari 1973 - Desember 2011. Dari hasil pengujian ditemukan bahwa respon saham riil

Eropa terhadap guncangan harga minyak mungkin sangat berbeda tergantung pada penyebab perubahan harga minyak. Hasilnya menunjukkan adanya dampak negatif dan signifikan dari perubahan harga minyak pada sebagian besar return saham pasar Eropa dan tingkat pengembalian pasar saham sebagian besar didorong oleh guncangan pasokan minyak.

Gyasi (2016) melakukan penelitian menggunakan VAR-GARCH-BEKK untuk menguji kemungkinan pengaruh harga komoditas Minyak, Emas dan Kakao terhadap *Ghana Stock Exchange* menggunakan data harian periode 24 Februari 2011-24 Februari 2016. Penelitian ini memberikan kesimpulan bahwa pasar saham Ghana sangat terintegrasi dengan harga minyak dan Kakao. Fluktuasi harga minyak dan Kakao berdampak signifikan pada kinerja pasar saham Ghana. Pasar saham Ghana hanya menerima guncangan dan gejolak dari perubahan harga emas, perubahan signifikan dalam harga emas akan secara besar-besaran mempengaruhi kinerja pasar saham Ghana.

Penelitian lain juga dilakukan oleh Malini & Jais (2014) yang meneliti pengaruh Inflasi, Nilai Tukar, Tingkat Suku Bunga, Harga CPO, tingkat FED dan *Dow Jones Indeks* terhadap *Jakarta Islamic Index* pada periode Januari 2000 sampai dengan Desember 2010. Hasil estimasi model VECM menunjukkan bahwa Harga CPO dan Inflasi adalah variabel makroekonomi domestik yang berpengaruh paling signifikan dibandingkan dengan variabel ekonomi makro internasional yaitu tingkat FED atau Dow Jones Indeks. Setiap guncangan kejutan kenaikan harga CPO akan berpengaruh negatif signifikan terhadap harga saham syariah di Indonesia baik sebelum atau sesudah periode krisis. Variabel makroekonomi domestik mempengaruhi secara signifikan untuk jangka panjang, sedangkan variabel makroekonomi Internasional tidak mempengaruhi baik dalam jangka pendek dan jangka panjang.

Majid & Yusof (2009), Kilian & Park (2009), Tangjitprom (2012), Antonio, (2014), Nordin, Nordin, & Ismail (2014), Malini (2014), Johnnywinata (2015), Kang (2015) dan Gyasi (2016) menggunakan faktor-faktor yang memengaruhi pasar saham baik faktor domestik maupun internasional. Adapun variabel-variabel makroekonomi dan harga komoditas yang digunakan adalah Indeks Produksi Industri, Tingkat Suku Bunga, produksi Minyak, Inflasi, Nilai Tukar, tingkat FED, Jumlah Uang Beredar, *Treasury Bill Rate*, *Federal Fund Rate*, harga Emas Dunia, harga Minyak Dunia, harga *Crude Palm Oil* dan harga Kakao.

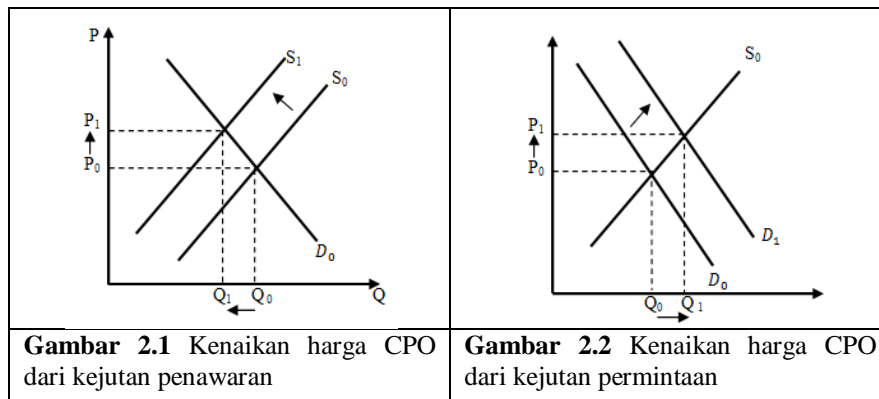
Meskipun penelitian-penelitian tersebut memiliki variabel, periode penelitian dan menunjukkan hasil yang berbeda-beda berkaitan dengan pengaruh setiap variabel terhadap pasar saham baik yang syariah atau konvensional, akan tetapi belum ada penelitian yang meneliti dampak kejutan permintaan dan penawaran harga komoditas minyak kelapa sawit (CPO) yang merupakan salah satu komoditas penting di pasar global.

Dalam konteks pasar ekonomi, apapun yang tidak dapat diprediksi mempengaruhi pasar secara besar-besaran dianggap sebagai kejutan (*shock*). *Shock* tersebut dapat berupa *shock* permintaan dan *shock* penawaran.

Kejutan penawaran adalah kejadian tak terduga yang mengubah pasokan (penawaran) produk atau komoditas, yang mengakibatkan perubahan harga secara tiba-tiba. *Shock* penawaran bisa negatif (penurunan penawaran) atau positif (kenaikan penawaran). Namun, mereka hampir selalu negatif dan jarang positif. Dengan asumsi permintaan agregat tidak berubah, guncangan penawaran negatif pada produk atau komoditas menyebabkan harga melonjak ke atas, sementara guncangan penawaran positif menekan tekanan pada harga.

Kejutan penawaran yang negatif disebabkan oleh kuantitas yang dipasok berkurang dengan cepat, dan harga akan meningkat dengan cepat sampai tercapai ekuilibrium baru. Kejutan penawaran dapat diciptakan oleh kejadian tak terduga yang menghambat output atau mengganggu rantai pasokan, termasuk bencana alam dan perkembangan geopolitik seperti perang atau terorisme. Selain itu, hal tersebut juga dapat terjadi jika input sumber daya utama dari proses produksi perusahaan ditemukan memiliki aplikasi yang jauh lebih berharga dalam penggunaan lain, maka jumlah input yang dipasok akan turun dan biaya input akan meningkat.

Meskipun sering dianggap hanya sebagai masalah di sisi penawaran, *shock* juga dapat mempengaruhi permintaan. Kejutan permintaan juga umumnya dirasakan terjadi karena perubahan preferensi konsumen, namun juga dapat dikaitkan dengan perubahan pada faktor permintaan lainnya seperti harga komplementer dan substitusi.



Kejutan permintaan adalah kejadian mengejutkan mendadak yang sementara meningkatkan atau menurunkan permintaan barang atau jasa. Sebuah guncangan permintaan positif meningkatkan permintaan, sementara guncangan permintaan negatif menurunkan permintaan. Guncangan permintaan merupakan gangguan harga pasar sementara akibat peristiwa penggandaan yang tidak terduga yang mengubah persepsi permintaan terkait barang tertentu atau kelompok barang. Bila permintaan akan kenaikan barang atau jasa (penurunan) harga barang atau jasa tersebut biasanya meningkat (menurun) karena adanya pergeseran kurva permintaan ke kanan (kiri). Jenis kejutan ini bisa berasal dari pemotongan pajak atau kenaikan, pelonggaran atau pengetatan jumlah uang beredar, dan kenaikan atau penurunan pengeluaran pemerintah. Misalnya, pemotongan pajak mengurangi jumlah uang yang harus dibayar oleh pembayar pajak kepada pemerintah dan membebaskan uang untuk pengeluaran pribadi. Uang ini kemudian digunakan oleh wajib pajak untuk mengkonsumsi produk dan layanan tertentu, yang bisa menyebabkan harga naik.

Kedua guncangan permintaan positif dan guncangan permintaan negatif berpengaruh terhadap harga barang dan jasa. Kejutan permintaan negatif menyebabkan berkurangnya jumlah barang yang harus dikonsumsi, dan konsumen yang masih di pasar membayar harga yang lebih rendah untuk barang. Sebaliknya, *shock* permintaan positif bisa terjadi bila sebuah peristiwa menyebabkan lebih banyak barang dikonsumsi dengan harga lebih tinggi (econport.org).

3. Metode Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian data sekunder runtun waktu (*time series*) dalam bentuk bulanan pada periode Januari 2007 sampai dengan Desember 2016.

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah indikator-indikator makroekonomi Indonesia, harga komoditas CPO dunia dan indeks saham syariah yang terdapat di Indonesia periode tahun 2007 sampai dengan tahun 2016.

Sedangkan sampel yang merupakan bagian dari populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah indikator-indikator makroekonomi yaitu IPI, nilai tukar, suku bunga, produksi CPO, harga komoditas dunia yaitu harga CPO dunia dan indeks harga saham penutupan bulanan *Jakarta Islamic Index* (JII), *Dow Jones Islamic Market Index Malaysia* (DJIMY) dan *Dow Jones Islamic Market Index Japan* (DJJJP).

Sebelum melakukan estimasi, untuk melihat dampak guncangan harga CPO terhadap pasar saham syariah di Indonesia, penelitian ini mengikuti dari penelitian Sadorsky (1999), Park dan Ratti (2008) dan Cunado dan Perez de Gracia (2014) dengan membedakannya menjadi tiga model sumber kejutan harga yaitu semua kejutan harga CPO, kejutan sisi permintaan dan kejutan sisi penawaran.

Untuk membentuk ketiga model tersebut, penelitian ini akan mengadaptasi dari penelitian yang dilakukan oleh Cunado Perez de Gracia (2014) yaitu mengidentifikasi sumber kejutan perubahan harga dengan melihat tanda dari pergerakan harga dan volume produksi minyak dunia melalui persamaan sebagai berikut.

$$\Delta op_t = op_t - op_{t-1}$$

Persamaan ini digunakan untuk menentukan perubahan harga riil minyak dunia. Kemudian, untuk menentukan perubahan pada produksi riil minyak dunia digunakan persamaan sebagai berikut.

$$\Delta yoil_t = yoil_t - yoil_{t-1}$$

Dekomposisi kejutan penawaran (Oss_t) dan kejutan permintaan minyak dunia (Ods_t) yang diajukan oleh Cunado Perez de Gracia (2014) adalah sebagai berikut.

$Oss_t = \Delta op_t$, jika tanda (Δop_t) \neq tanda ($\Delta yoil_t$), dan 0 lainnya

$Ods_t = \Delta op_t$, jika tanda (Δop_t) = tanda ($\Delta yoil_t$), dan 0 lainnya

Dimana Δop_t adalah tingkat pertumbuhan harga riil minyak dunia dan $\Delta yoil_t$ adalah tingkat pertumbuhan produksi minyak dunia dalam waktu t . Artinya, jika kenaikan harga seiring dengan kenaikan volume produksi atau jika penurunan harga seiring dengan penurunan produksi maka akan diidentifikasi sebagai kejutan permintaan (*demand shock*). Sedangkan jika pergerakan harga dan volume produksi memiliki pergerakan yang berlawanan maka akan diidentifikasi sebagai kejutan penawaran (*supply shock*). Dengan demikian diharapkan kejutan dari sisi permintaan akan menghasilkan efek positif, sedangkan kejutan dari sisi penawaran akan menghasilkan efek negatif terhadap harga saham.

Namun, tidak seperti Cunado Perez de Gracia (2014) yang mengidentifikasi kejutan harga minyak dunia terhadap harga saham konvensional di negara pengekspor dan pengimpor minyak dunia, penelitian ini mengidentifikasi kejutan harga minyak kelapa sawit atau *crude palm oil* (CPO) dunia terhadap harga saham syariah di Indonesia sebagai penghasil dan pengekspor CPO terbesar di dunia.

Setelah metode dekomposisi sumber kejutan dilakukan, langkah pertama dalam pembentukan model *Vector Autoregression* (VAR) adalah melakukan uji stasioneritas data. Stasioneritas adalah salah satu hal yang penting dalam model ekonometrika untuk data runtut waktu (*time series*). Terdapat beberapa metode pengujian stasioneritas dan akar unit di antaranya adalah metode *Augmented Dickey Fuller* (ADF) dan *Phillips Perron* (PP). Prosedur untuk mengetahui data stasioner atau tidak adalah dengan cara membandingkan antara nilai statistik ADF atau PP dengan nilai kritis distribusi *Mac Kinnon*. Nilai statistik ADF atau PP ditunjukkan oleh nilai t-statistik. Jika nilai absolut statistik ADF atau PP lebih besar dari nilai kritisnya, maka data yang diamati menunjukkan stasioner dan jika sebaliknya nilai statistik ADF atau PP lebih kecil dari nilai kritisnya maka data tidak stasioner.

Sebagai konsekuensi dari penggunaan model dinamis dengan data berkala (*time series*), efek perubahan unit dalam variabel penjelas dirasakan selama sejumlah periode waktu (Gujarati, 2007). Dengan kata lain, perubahan suatu variabel penjelas kemungkinan baru dapat dirasakan pengaruhnya setelah periode tertentu (*time lag*).

Penentuan lag yang optimal dapat ditentukan dengan menggunakan beberapa kriteria, yaitu: LR (*Likelihood Ratio*), AIC (*Akaike Information Criterion*), SC (*Schwarz Information Criterion*), FPE (*Final Prediction Error*), dan HQ (*Hannan-Quinn Information Criterion*). Berdasarkan perhitungan pada masing-masing kriteria yang tersedia pada program Eviews, dimana hasil dalam uji panjang lag (*Lag Length*) ditentukan dengan jumlah bintang terbanyak yang direkomendasi dari masing-masing kriteria uji *lag length*.

Jika data pada uji stasioner tidak stasioner pada tingkat level tetapi stasioner pada proses diferensi data, maka selanjutnya harus diuji apakah data tersebut memiliki hubungan jangka panjang atau tidak dengan melakukan uji kointegrasi. Konsep kointegrasi dasarnya dimaksudkan untuk melihat keseimbangan jangka panjang di antara variabel-variabel yang diobservasi. Uji kointegrasi adalah uji yang digunakan untuk mengetahui hubungan yang stabil dalam jangka panjang. Apabila tidak terdapat kointegrasi antar variabel maka tidak terdapat keterkaitan hubungan dalam jangka panjang.

Terdapat beberapa metode yang dapat digunakan untuk menguji kointegrasi diantaranya adalah: uji kointegrasi *Engle-Granger* (EG), Uji Kointegrasi *Durbin-Watson* dan uji kointegrasi *Johansen*.

Dalam penelitian ini, uji kointegrasi yang akan digunakan adalah uji kointegrasi *Johansen*. Uji Johansen dapat dilihat dengan model *autoregresif* dengan order p sebagai berikut (Widarjono, 2013):

$$Y_t = A_1 Y_{t-1} + \dots + A_p Y_{t-p} + B X_t + e_t$$

Dimana :

Y_t : vektor k pada variabel-variabel tidak stasioner

X_t : vektor d pada variabel deterministik

e_t : vektor inovasi

Selanjutnya persamaan tersebut dapat ditulis kembali menjadi:

$$\Delta Y_t = \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \Delta Y_{t-1} + \Pi Y_{t-p} + B X_t + e_t$$

Dimana:

$$\Pi = \sum_{i=1}^p A_i - I \text{ dan } \Gamma = \sum_{j=1}^{p-1} A_j$$

Uji kointegrasi *Johansen* memiliki hipotesis sebagai berikut.

H_0 = non-kointegrasi

H_1 = kointegrasi

Sedangkan kriteria penentuan penerimaan atau penolakan H_0 adalah dengan kriteria berikut:

- Jika *t-trace statistic* > *mac-kinnon*, maka H_0 ditolak
- Jika *t-trace statistic* < *mac-kinnon*, maka H_0 diterima

Untuk melihat pengaruh semua kejutan (*shock*), kejutan (*shock*) permintaan dan kejutan (*shock*) penawaran terhadap variabel saham syariah digunakan metode *vector Error Correction Model* (VECM) dan metode *Vector Autoregression* (VAR) sebagai alternatif yang dikembangkan oleh Christopher Sims pada tahun 1980. *Vector Autoregression* (VAR) digunakan untuk menjelaskan perilaku dinamis antar variabel yang diamati dan saling mempunyai keterkaitan dan akan diuraikan lebih lanjut melalui fungsi propertinya yaitu fungsi *Impulse Response* dan *Variance Decomposition*. Secara umum, bentuk VAR dengan banyaknya variabel n dan jumlah lag p dimodelkan sebagai berikut.

$$Y_t = A_0 + A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \dots + A_{p-1} Y_{t-p+1} + u_t$$

Estimasi dalam kajian VAR ini menggunakan jumlah lag yang telah ditentukan berdasarkan kriteria penghitungan lag optimal. VAR terdiri dari dua model alternatif yaitu: *Unrestricted VAR* model (UnVAR) dan *Vector Error Correction Model* (VECM).

VAR biasa atau *unrestricted VAR* digunakan dalam pembentukan VAR terdapat sifat stasioner dalam data *time series* pada nilai level atau data *time series* setiap variabel berintegrasi pada order 0, $I[0]$.

Terestriksi atau tidaknya bentuk VAR sangat terkait erat dengan ada tidaknya kointegrasi di dalam model VAR non struktural. Pada pembentukan VAR non struktural kita tidak membuat model berdasarkan bangunan teori yang ada tetapi lebih menekankan pada adanya saling ketergantungan antar variabel ekonomi (Widarjono, 2013).

Model VECM digunakan di dalam model VAR non-struktural apabila data *time series* tidak stasioner pada level, tetapi stasioner pada data diferensi dan terkointegrasi sehingga menunjukkan adanya hubungan teoritis antar variabel (Widarjono, 2013).

Alat analisis untuk mengolah data-data yang digunakan dalam penelitian adalah metode *Vector Auto Regression* (VAR) jika data-data yang digunakan stasioner dan tidak terkointegrasi, atau dilanjutkan dengan metode *Vector Error Correction Model* (VECM) apabila terdapat data-data yang tidak stasioner dan terkointegrasi.

Jika suatu data *time series* telah terbukti terdapat hubungan kointegrasi, maka VECM dapat digunakan untuk mengetahui tingkah laku jangka pendek dari suatu variabel terhadap nilai jangka panjangnya. VECM juga digunakan untuk menghitung hubungan jangka pendek antar variabel melalui koefisien standar dan mengestimasi hubungan jangka panjang dengan menggunakan *lag residual* dari regresi yang terkointegrasi. Secara umum, untuk suatu model VAR (p) yang akan diinterpretasikan ke dalam bentuk VECM dapat dinyatakan sebagai berikut:

$$\Delta y_t = \Pi y_{t-1} + \Gamma_0 + \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \Delta y_{t-1} + \dots + u_t$$

Setelah memperkirakan sebuah model, kemudian akan dilanjutkan dengan tes diagnostik serta analisis stabilitas, analisis struktural dan peramalan menggunakan hasil dari estimasi.

Adapun model persamaan VECM yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

$$\begin{aligned} \Delta LRJII_t = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^n \alpha_i \Delta LRJII_{t-i} + \sum_{i=1}^n \beta_i \Delta IR_{t-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_i \Delta LIPI_{t-i} + \sum_{i=1}^n \delta_i \Delta LREXR_{t-i} \\ & + \sum_{i=1}^n \varepsilon_i \Delta LRDJIJP_{t-i} + \sum_{i=1}^n \vartheta_i \Delta LRDJIMY_{t-i} + \sum_{i=1}^n \varphi_i \Delta LRPCPO_{t-i} + \omega_i ECT_{t-i} \\ & + u_t \end{aligned}$$

Dimana:

- LRJII : Log *Jakarta Islamic Index* Riil
- IR : Suku Bunga
- LIPI : Log Indeks Produksi Industri
- LREXR : Log Nilai Tukar Riil
- LRDJIJP : Log *Dow Jones Islamic Market Index Japan* Riil
- LRDJIMY : Log *Dow Jones Islamic Market Index Malaysia* Riil
- LRPCPO : Log Harga Riil CPO
- ECT_{t-1} : Error Correction Term
- u_t : vektor *white noise* ($u_{1t}, u_{2t}, \dots, u_{nt}$) yang berukuran (n×1)

Secara individual, koefisien di dalam model VAR sulit untuk diinterpretasikan. Umumnya model VAR digunakan untuk analisis dinamis data *time series*. Ada beberapa analisis penting yang bisa dihasilkan di dalam model VAR yaitu peramalan, *Impulse Response Function*, *Variance Decomposition* dan uji Kausalitas (Widarjono, 2013).

Impulse Response Function (IRF) digunakan untuk melacak respon saat ini dan masa depan setiap variabel akibat perubahan atau *shock* suatu variabel tertentu. Sehingga dapat dilihat lamanya pengaruh dari *shock* suatu variabel terhadap variabel lain sampai pengaruhnya hilang atau kembali ke titik keseimbangan. Selanjutnya menganalisis hasil IRF dengan melakukan bootstrap terlebih dahulu untuk memperoleh selang kepercayaan bagi IRF. Dalam penelitian ini IRF menggunakan metode *bootstrap 95% Efron Percentil CI* yang tersedia di JMulTi untuk membangun interval kepercayaan (*confidence*) (CI) yang mencerminkan perkiraan ketidakpastian dengan tingkat kepercayaan (*confidence level*) 95%. Teknik bootstrap ini bermanfaat untuk sampel yang relatif kecil sehingga IRF yang dihasilkan menjadi lebih reliable (Lütkepohl dan Kratzig, 2004).

Untuk mengetahui kejutan mana yang paling berperan dalam menjelaskan setiap variabel dalam model digunakan Forecast Error Variance Decomposition (FEVD). *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD) adalah merupakan prediksi kontribusi persentase varian setiap variabel karena adanya perubahan variabel tertentu di dalam sistem VAR. Analisis *Variance Decomposition* ini Melalui metode ini dapat diketahui kekuatan dan kelemahan masing-masing variabel dalam kurun waktu yang panjang. Jadi melalui FEVD dapat diketahui secara pasti faktor-faktor yang memengaruhi fluktuasi variabel tertentu. Berdasarkan analisis ini dapat disimpulkan bagaimana peran kejutan permintaan dan penawaran harga CPO dunia terhadap pasar saham syariah di Indonesia.

4. Hasil dan Pembahasan

4.1 Hasil Estimasi VECM

Setelah melakukan serangkaian tahap pra estimasi, yaitu uji stasioneritas data, penentuan panjang lag, stabilitas VECM dan uji kointegrasi, faktanya terdapat satu rank kointegrasi dalam taraf uji 5% pada masing-masing periode sumber kejutan. Dalam penelitian ini, maka model yang digunakan, yaitu VECM (*Vector Error Correction Model*). Penggunaan estimasi VECM sesuai dengan rumusan masalah dalam penelitian ini, yaitu untuk mengidentifikasi hubungan

jangka pendek dan jangka panjang pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. ‘

Tabel 4.1 merupakan hasil estimasi VECM pasar saham syariah dan indikator makroekonomi Indonesia pada saat terjadi kejutan total harga CPO yang memperlihatkan hubungan antar variabel pada jangka pendek. Dalam jangka pendek pasar saham syariah di Malaysia yang diwakili oleh DJIMY tidak berpengaruh terhadap JII, sedangkan pasar saham syariah di Jepang yang diwakili oleh DJIJP memiliki pengaruh positif yang tidak signifikan terhadap JII sedangkan variabel lainnya signifikan pada level 5% dan 10%. Hal ini terjadi karena suatu variabel bereaksi terhadap variabel lainnya membutuhkan waktu (*lag*) dan pada umumnya reaksi suatu variabel terhadap variabel lainnya terjadi dalam jangka panjang. Adapun hasil dari estimasi VECM dalam jangka pendek dapat ditunjukkan sebagai berikut:

Tabel 4.6
Estimasi VECM Kejutan Total

Jangka Pendek				
Variabel		Koefisien	t-stat	p-value
d(LRJII)	(t-1)	0.299	[3.288]	{0.001}
d(IR)	(t-1)	-0.039	[-1.902]	{0.057}*
d(LIPI)	(t-1)	0.311	[1.835]	{0.067}**
d(LREXR)	(t-1)	0.301	[1.564]	{0.118}**
d(LRDJIJP)	(t-1)	0.190	[1.733]	{0.083}**
d(LRDJIJP)	(t-2)	-0.124	[-1.254]	{0.210}
d(LRDJIJP)	(t-3)	0.241	[2.768]	{0.006}*
d(LRPCPO)	(t-1)	0.120	[1.814]	{0.070}**
Ecl	(t-1)	-0.168	[-2.269]	{0.023}
Jangka Panjang				
LRJII	(t-1)	1.000	[0.000]	{0.000}
IR	(t-1)	0.006	[0.403]	{0.687}
LIPI	(t-1)	-0.044	[-0.303]	{0.762}
LREXR	(t-1)	0.604	[3.329]	{0.001}*
LRDJIJP	(t-1)	-0.671	[-9.468]	{0.000}*
LRDJIMY	(t-1)	-0.402	[-6.291]	{0.000}*
LRPCPO	(t-1)	-3.608	[-1.647]	{0.358}
CONST		-3.608	[-1.647]	{0.100}

Keterangan : *signifikan pada tingkat 5%, **signifikan pada tingkat 10%

Sumber: Data diolah kembali dari JMulti

Berdasarkan hasil estimasi VECM pada tabel di atas, dapat dijelaskan bahwa dalam jangka pendek terdapat enam variabel yang berpengaruh signifikan terhadap *Jakarta Islamic Index* (JII). Tiga variabel secara signifikan berpengaruh dalam jangka panjang. Ada variabel seperti DJIMY yang tidak berpengaruh dalam jangka pendek namun berpengaruh secara signifikan dalam jangka panjang. Hal ini terjadi karena suatu variabel bereaksi terhadap variabel lainnya membutuhkan waktu (*lag*) dan pada umumnya reaksi suatu variabel terhadap variabel lainnya terjadi dalam jangka panjang. Terbukti adanya mekanisme penyesuaian dari jangka pendek ke jangka panjangnya pada model tersebut yang ditunjukkan dengan kointegrasi kesalahan yang bernilai negatif dan secara statistik signifikan.

Pada analisis jangka pendek pada saat terjadi kejutan total harga CPO global, terdapat dugaan parameter *error correction* sebesar -0.168 persen yang secara statistik signifikan. Hasil estimasi pada saat terjadi kejutan minyak kelapa sawit (CPO) secara total maka variabel suku bunga Bank Indonesia pada lag pertama berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Jakarta Islamic Index* (JII) yaitu sebesar -0.039. Artinya, hasil ini menunjukkan bahwa pada jangka pendek perubahan suku bunga akan senantiasa diikuti oleh JII dengan arah sebaliknya. Apabila terjadi kenaikan suku bunga sebesar satu persen pada satu bulan sebelumnya, maka akan menurunkan indeks JII pada bulan sekarang sebesar 0.039 poin. Walaupun secara normatif,

suku bunga bukanlah instrumen yang digunakan dalam transaksi ekonomi syariah namun dalam aplikasinya pengaruh suku bunga dirasa masih cukup besar. Beberapa penelitian telah dilakukan oleh Mulyani (2014) yang mendapatkan hasil bahwa variabel suku bunga merupakan variabel yang paling besar mempengaruhi pergerakan JII dengan arah negatif dan Antonio (2013) dari penelitian tersebut didapatkan hasil bahwa JII merespon negatif terhadap guncangan suku bunga, respon negatif JII ini dikhawatirkan terjadi karena tindakan spekulasi di pasar modal yang berusaha mengeruk keuntungan melalui *capital gain*. Kenaikan suku bunga Bank Indonesia berdampak pada menurunnya permintaan terhadap saham-saham di pasar modal karena investor melihat peluang yang lebih baik dengan menginvestasikan dananya di perbankan yang suku bunganya mengalami peningkatan. Sedangkan penurunan tingkat suku bunga akan berdampak pada meningkatnya permintaan terhadap saham-saham di pasar modal karena investor melihat peluang yang lebih baik daripada menginvestasikan dananya di perbankan yang suku bunganya semakin menurun.

Akan tetapi dalam jangka panjang suku bunga tidak signifikan terhadap *Jakarta Islamic Index* (JII). Secara statistik variabel suku bunga mempunyai hubungan yang positif dengan JII yaitu sebesar 0.006 akan tetapi pengaruh ini tidak signifikan.

Kemudian variabel yang berpengaruh signifikan dalam jangka pendek namun tidak signifikan dalam jangka panjang adalah Indeks Produksi Industri (IPI). Dalam jangka pendek variabel IPI pada lag pertama memengaruhi JII secara positif dan signifikan yaitu sebesar 0.311. Yakni, IPI akan bergerak searah dengan JII, apabila terjadi kenaikan IPI sebesar satu persen pada satu periode sebelumnya maka JII naik sebesar 0.311 persen pada periode sekarang, demikian juga sebaliknya. Peningkatan IPI akan memengaruhi harga saham melalui dampaknya terhadap keuntungan perusahaan. Ketika nilai IPI naik, maka kondisi sektor riil mengalami pertumbuhan positif. Ini berarti kinerja perusahaan mengalami peningkatan. Baiknya kinerja perusahaan, terutama perusahaan yang terdaftar di JII, akan memicu kenaikan harga saham perusahaan tersebut. Ini membuktikan adanya hubungan antara kinerja sektor riil dengan indeks harga di pasar saham syariah. Sedangkan dalam jangka panjang, IPI terbukti tidak signifikan terhadap JII.

Variabel makro lainnya yang berpengaruh signifikan dalam jangka pendek maupun jangka panjang terhadap JII adalah variabel nilai tukar riil rupiah (EXR). Nilai tukar rupiah pada lag pertama memengaruhi JII secara signifikan yaitu sebesar 0.301. Artinya, apabila terjadi kenaikan nilai tukar sebesar satu rupiah pada satu bulan sebelumnya maka JII meningkat sebesar 0.301 pada bulan sekarang. Dalam jangka panjang, variabel suku bunga berpengaruh positif secara signifikan terhadap JII, yakni ketika terjadi peningkatan suku bunga sebesar satu persen, maka akan terjadi penguatan saham JII sebesar 0.604 persen.

Dalam konteks hubungan antar pasar saham syariah internasional dengan JII, hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel selanjutnya yang berpengaruh signifikan dalam jangka pendek maupun jangka panjang terhadap JII adalah pasar saham syariah di Jepang (DJJP). Dalam jangka pendek variabel DJJP pada lag pertama berpengaruh positif dan signifikan terhadap JII yaitu sebesar 0.190. Artinya, apabila terjadi kenaikan indeks DJJP sebesar satu persen pada satu bulan sebelumnya, maka JII akan meningkat sebesar 0.190 pada bulan sekarang. Sedangkan pada lag ke dua atau pada periode dua bulan sebelumnya DJJP memengaruhi JII secara negatif dan signifikan sebesar -0.124. Artinya jika DJJP meningkat sebesar satu persen maka indeks JII akan melemah sebesar 0.124 persen pada bulan sekarang. Kemudian pada lag ke tiga DJJP kembali memengaruhi JII secara positif dan signifikan sebesar 0.241. Artinya, apabila terjadi kenaikan indeks DJJP sebesar satu persen pada tiga bulan sebelumnya, maka JII akan meningkat sebesar 0.241 pada bulan sekarang.

Dalam jangka panjang pasar saham syariah Jepang memengaruhi JII secara positif 0.671. Kenaikan DJJP sebesar satu persen akan meningkatkan JII sebesar 0.671. Demikian pula halnya dengan pasar saham syariah Malaysia (DJIMY), meskipun dalam jangka pendek tidak memiliki pengaruh langsung terhadap JII, dalam jangka panjang DJIMY memengaruhi JII secara positif signifikan sebesar 0.402. Kenaikan DJIMY sebesar satu persen akan meningkatkan JII sebesar 0.402.

Dalam jangka pendek, harga CPO pada lag pertama berpengaruh positif dan signifikan terhadap JII yaitu sebesar 0.120. Artinya, apabila terjadi kenaikan harga CPO sebesar satu dolar pada satu bulan sebelumnya, maka JII akan meningkat sebesar 0.120 pada bulan

sekarang. Variabel harga CPO dalam jangka panjang memengaruhi JII secara positif 0.066. Kenaikan harga CPO sebesar satu dolar akan meningkatkan JII sebesar 0.066. Demikian pula halnya jika harga CPO turun sebesar satu dolar maka JII akan mengalami penurunan sebesar 0.066.

Pada pergerakan JII terbukti adanya mekanisme penyesuaian dari jangka pendek menuju jangka panjang yang ditunjukkan dengan kesalahan kointegrasi yang signifikan dan bernilai negatif ($Ec_1(t-1)$: -0.168).

Tabel 4.2
Estimasi VECM Kejutan Permintaan

Jangka Pendek				
Variabel		Koefisien	t-stat	p-value
d(LRJII)	(t-1)	-0.307	[-4.630]	{0.000}
d(LRPCPO)	(t-1)	0.148	[3.266]	{0.001}*
Ec1	(t-1)	-0.316	[-6.985]	{0.000}
Jangka Panjang				
LRJII	(t-1)	1.000	[0.000]	{0.000}
IR	(t-1)	-0.110	[-2.357]	{0.018}*
LIPI	(t-1)	-0.181	[-0.411]	{0.681}
LREXR	(t-1)	3.728	[5.778]	{0.000}*
LRDJJP	(t-1)	-0.881	[-3.453]	{0.001}*
LRDJIMY	(t-1)	1.566	[6.698]	{0.000}*
LRPCPO	(t-1)	0.198	[0.881]	{0.378}
CONST		-45.536	[-6.166]	{0.000}

Keterangan : *signifikan pada tingkat 5%, **signifikan pada tingkat 10%
Sumber: Data diolah kembali dari JMulti

Berdasarkan hasil estimasi VECM dalam dapat dijelaskan bahwa pada saat terjadi kejutan permintaan minyak kelapa sawit (CPO) pada jangka pendek hanya terdapat satu variabel yang berpengaruh signifikan terhadap *Jakarta Islamic Index* (JII) dan empat variabel secara signifikan berpengaruh dalam jangka panjang. Hal ini terjadi karena suatu variabel bereaksi terhadap variabel lainnya membutuhkan waktu (*lag*) dan pada umumnya reaksi suatu variabel terhadap variabel lainnya terjadi dalam jangka panjang.

Pada saat terjadi kejutan permintaan minyak kelapa sawit (CPO) maka variabel harga CPO pada lag pertama berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Jakarta Islamic Index* (JII) yaitu sebesar 0.148. Artinya, apabila terjadi kenaikan harga CPO sebesar satu dolar pada satu bulan sebelumnya, maka akan menaikkan indeks JII pada bulan sekarang sebesar 0.148 poin. Dalam jangka panjang, variabel harga CPO memengaruhi JII secara negatif sebesar 0.198 akan tetapi pengaruh ini tidak signifikan secara statistik.

Sedangkan, variabel lainnya yaitu suku bunga, Indeks Produksi Industri, nilai tukar riil, indeks saham syariah DJJP dan DJIMY tidak memiliki pengaruh terhadap JII pada saat terjadi *shock* permintaan harga CPO dunia dalam jangka pendek.

Dalam jangka panjang variabel suku bunga mempunyai hubungan yang positif dengan JII yaitu sebesar 0.110. Hasil ini menunjukkan bahwa pada jangka panjang perubahan suku bunga akan senantiasa diikuti oleh JII dengan arah yang sama. Artinya, jika terjadi kenaikan suku bunga sebesar satu persen maka otomatis akan diikuti dengan kenaikan indeks JII sebesar 0.110 atau jika terjadi penurunan suku bunga sebesar satu persen maka akan diikuti dengan melemahnya indeks JII sebesar 0.110.

Variabel makro lainnya, yaitu variabel nilai tukar rupiah terhadap dolar AS (EXR) secara statistik menunjukkan pengaruh yang positif signifikan terhadap JII, sehingga kenaikan nilai tukar terhadap dolar sebesar satu rupiah maka indeks JII akan menguat sebesar 3.728 atau depresiasi nilai tukar rupiah terhadap dolar sebesar satu rupiah akan melemahkan indeks JII sebesar 3.728.

Dalam konteks hubungan antar pasar saham syariah internasional dengan JII, hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam jangka panjang pasar saham syariah Jepang memengaruhi

JII secara negatif signifikan sebesar 0.881. Kenaikan DJIJP sebesar satu persen akan melemahkan JII sebesar 0.881. Sedangkan pasar saham syariah Malaysia memengaruhi JII secara positif sebesar 1.566. Kenaikan DJIMY sebesar satu persen akan menyebabkan menguatnya JII sebesar 1.566.

Tabel 4.8
Estimasi VECM Kejutan Penawaran

Jangka Pendek				
Variabel		Koefisien	t-stat	p-value
d(LRJII)	(t-1)	-0.937	[-7.247]	{0.000}
d(LRDJIMY)	(t-1)	0.811	[6.555]	{0.000}*
Ec1	(t-1)	-0.599	[-5.711]	{0.000}
Jangka Panjang				
LRJII	(t-1)	1.000	[0.000]	{0.000}
IR	(t-1)	0.040	[2.005]	{0.045}*
LIPI	(t-1)	0.809	[3.196]	{0.001}*
LREXR	(t-1)	1.998	[6.894]	{0.000}*
LRDJJP	(t-1)	-0.862	[-6.635]	{0.000}*
LRDJIMY	(t-1)	-0.427	[-4.560]	{0.000}*
LRPCPO	(t-1)	0.844	[7.274]	{0.000}*
CONST		-24.595	[-6.469]	{0.000}

Keterangan : *signifikan pada tingkat 5%, **signifikan pada tingkat 10%

Sumber: Data diolah kembali dari JMulti

Berdasarkan hasil estimasi VECM dalam dapat dijelaskan bahwa pada saat terjadi kejutan penawaran harga minyak kelapa sawit (CPO) pada jangka pendek hanya terdapat satu variabel yang berpengaruh signifikan terhadap *Jakarta Islamic Index* (JII) sedangkan pada jangka panjang seluruh variabel secara signifikan berpengaruh terhadap JII. Hal ini terjadi karena suatu variabel bereaksi terhadap variabel lainnya membutuhkan waktu (*lag*) dan pada umumnya reaksi suatu variabel terhadap variabel lainnya terjadi dalam jangka panjang.

Berdasarkan hasil estimasi VECM dalam jangka pendek di atas, dapat dijelaskan bahwa pada saat terjadi kejutan penawaran minyak kelapa sawit (CPO) maka variabel harga saham di Malaysia pada lag satu berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Jakarta Islamic Index* (JII) yaitu sebesar 0.811. Artinya, apabila terjadi kenaikan harga CPO sebesar satu dolar pada satu bulan sebelumnya, maka akan menaikkan indeks JII pada bulan sekarang sebesar 0.811. Dalam jangka panjang pasar saham syariah Malaysia memengaruhi JII secara positif sebesar 0.427. Kenaikan DJIMY sebesar satu persen akan meningkatkan JII sebesar 0.427.

Sedangkan, variabel lainnya yaitu suku bunga, Indeks Produksi Industri, nilai tukar, indeks saham syariah DJIJP dan harga CPO dunia tidak memiliki pengaruh terhadap JII pada saat terjadi *shock* penawaran harga CPO dunia dalam jangka pendek.

Dalam jangka panjang, secara statistik variabel suku bunga mempunyai hubungan yang positif signifikan terhadap JII yaitu sebesar 0.040. Hasil ini menunjukkan bahwa pada jangka panjang perubahan suku bunga akan senantiasa diikuti oleh JII dengan arah yang sama. Artinya, jika terjadi kenaikan suku bunga sebesar satu persen maka otomatis akan diikuti dengan menguatnya indeks JII sebesar 0.040 atau sebaliknya jika terjadi penurunan suku bunga sebesar satu persen maka akan diikuti dengan melemahnya indeks JII sebesar 0.006. Hubungan yang positif antara tingkat suku bunga terhadap JII mengindikasikan bahwa tidak adanya hubungan substitusi antara sektor perbankan dengan pasar modal. Ini berarti pasar modal bukan merupakan substitusi dari perbankan, akan tetapi merupakan komplementer dari perbankan. Hal ini dapat terjadi karena investor menilai masing-masing sektor memiliki karakteristik sendiri, sehingga pasar modal dan perbankan dapat berjalan beriringan tanpa ada persaingan yang cukup berarti.

Variabel makro lainnya, yaitu IPI terbukti secara statistik berpengaruh positif dan signifikan terhadap JII sebesar 0.809, yaitu setiap IPI mengalami kenaikan sebesar satu persen maka akan

diikuti dengan meningkatnya indeks JII sebesar 0.809 atau setiap IPI mengalami penurunan satu persen maka JII akan mengalami pelemahan sebesar 0.809.

Variabel nilai tukar riil rupiah terhadap dolar AS (EXR) secara statistik menunjukkan pengaruh yang positif terhadap JII, sehingga kenaikan nilai tukar terhadap dolar sebesar satu rupiah maka akan diikuti dengan menguatnya indeks JII sebesar 1.998 atau pelemahan nilai tukar rupiah terhadap dolar sebesar satu rupiah akan melemahkan indeks JII sebesar 1.998.

Dalam konteks hubungan antar pasar saham syariah internasional dengan JII, hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam jangka panjang pasar saham syariah jepang memengaruhi JII secara signifikan sebesar -0.862. Kenaikan DJIJP sebesar satu persen akan diikuti oleh JII dengan arah yang berlawanan, yakni dengan pelemahan indeks JII sebesar 0.862 atau sebaliknya melemahnya DJIJP akan diikuti dengan menguatnya indeks JII.

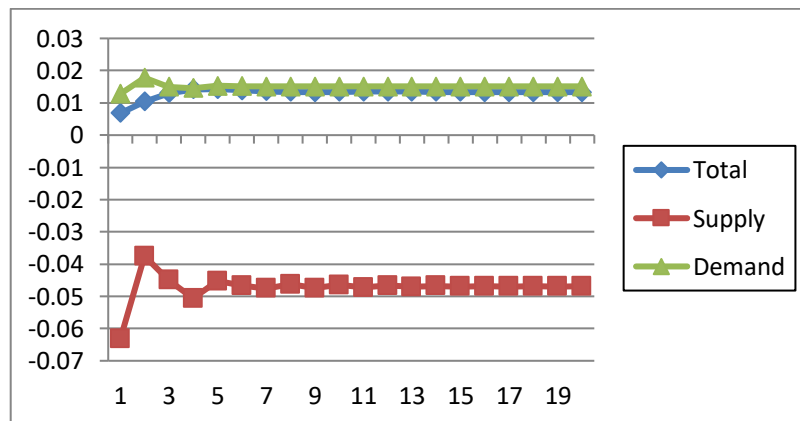
Variabel harga CPO dalam jangka panjang memengaruhi JII secara positif sebesar 0.844. Kenaikan harga CPO sebesar satu dolar akan diikuti dengan menguatnya indeks JII sebesar 0.844. Demikian pula halnya jika harga CPO turun sebesar satu dollar maka JII akan mengalami pelemahan sebesar 0.844.

4.2 Analisis Impulse Response Function (IRF)

4.2.1 Perbandingan Respon Variabel Makroekonomi terhadap Shock Harga CPO

Perbandingan respon variabel makroekonomi terhadap *shock* harga CPO pada gambar berikut menunjukkan hasil *Impulse Response Function* (IRF) secara umum variabel makroekonomi terhadap kejutan harga minyak kelapa sawit yang masing-masing berasal dari sumber kejutan yang berbeda, yaitu (i) Semua kejutan minyak kelapa sawit (Total, garis berwarna biru); (ii) Kejutan permintaan minyak kelapa sawit (*Demand*, garis berwarna merah); (iii) Kejutan penawaran minyak kelapa sawit (*Supply*, garis berwarna hijau). Setiap gambar menunjukkan perbandingan setiap jenis kejutan harga CPO untuk masing-masing variabel sehingga dapat dibandingkan besar dan kekuatannya.

Gambar 4.1 menunjukkan hasil *Impulse Response Function* (IRF) secara umum dari *Jakarta Islamic Index* (JII) terhadap kejutan harga CPO yang masing-masing berasal dari sumber kejutan yang berbeda, sebagai berikut.



Gambar 4.1 Respon umum dari *Jakarta Islamic Index* (JII) terhadap kejutan harga CPO

Keterangan: Total = respon JII terhadap kejutan total CPO; *Demand* = respon JII terhadap kejutan permintaan CPO; *Supply* = respon JII terhadap kejutan penawaran CPO

Berdasarkan gambar tersebut, dapat diketahui bahwa terdapat perbedaan pengaruh *shock* harga CPO dunia terhadap *Jakarta Islamic Index* (JII) dari sumber kejutan yang berbeda. Efek kejutan total harga CPO global direspon positif oleh JII, dengan kata lain, ketika harga minyak kelapa sawit mengalami kejutan (peningkatan) maka akan turut meningkatkan nilai JII dan efek ini berlangsung sepanjang periode pengamatan, selain itu efek yang diciptakan oleh kejutan permintaan lebih besar dari pada yang diciptakan kejutan lainnya.

Dalam konteks komoditas minyak kelapa sawit, *shock* permintaan salah satunya dapat disebabkan oleh adanya ketidakseimbangan antara penawaran dan permintaan minyak kedelai karena perubahan iklim global yang menyebabkan penurunan pasokan minyak kedelai akibat kekeringan yang terjadi di Brazil dan Argentina yang merupakan supplier terbesar minyak kedelai dunia. Pasokan yang semakin menurun sedangkan permintaan terhadap minyak kedelai tetap tinggi, dinilai memiliki harga yang cukup terjangkau dibandingkan komoditas substitusi lainnya, maka permintaan dunia beralih ke Crude Palm Oil (CPO) sebagai substitusi minyak kedelai.

Pada saat terjadi kejutan permintaan, fluktuasi harga CPO dunia berpengaruh positif terhadap harga saham sebab bagi negara pengekspor CPO seperti Indonesia, kenaikan harga CPO dunia dapat meningkatkan laba perusahaan khususnya untuk sektor perkebunan. Perusahaan yang mengalami peningkatan laba akan membuat investor tertarik untuk membeli saham perusahaan tersebut dengan begitu harga saham perusahaan akan naik begitu juga sebaliknya.

Sedangkan kejutan penawaran direspon negatif signifikan indeks oleh JII, dengan kata lain, ketika minyak kelapa sawit mengalami kejutan penawaran (peningkatan) maka akan menurunkan indeks saham di JII. Kejutan penawaran yang direspon negatif oleh JII disebabkan oleh kuantitas yang ditawarkan di pasar global berkurang dengan cepat, dan harga akan meningkat dengan cepat sampai tercapai ekuilibrium baru. Kejutan penawaran yang disebabkan oleh kejadian tak terduga yang menghambat output atau mengganggu rantai penawaran, termasuk bencana alam dan perkembangan geopolitik seperti perang atau terorisme.

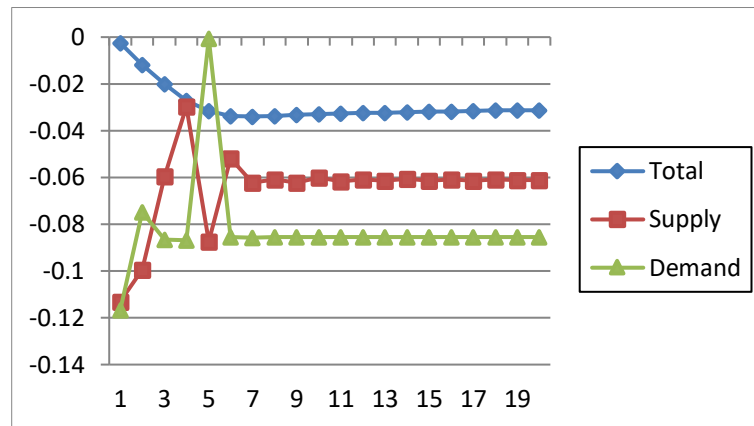
Kenaikan harga CPO menyebabkan penurunan output karena kenaikan harga memberikan sinyal berkurangnya ketersediaan input dasar untuk produksi. Akibatnya, laju pertumbuhan dan produktivitas perusahaan menurun, hal ini akan berdampak langsung pada naik turunnya kinerja setiap perusahaan, khususnya perusahaan penghasil CPO, baik dari segi volume produksi maupun volume penjualan yang dicapai, hal ini tentunya dapat berpengaruh pada tingkat laba yang dihasilkan perusahaan, dan jika perusahaan mengalami kerugian tentu dapat mempengaruhi kinerja keuangan yang berdampak pada harga saham perusahaan tersebut. Karena penerimaan laba perusahaan didasarkan kepada kemampuan produksi dan penjualan dari setiap perusahaan. Untuk mendapatkan penerimaan yang besar, perusahaan harus menghasilkan output dan penjualan yang besar juga. Hal ini akan berakibat pada menurunnya dividen yang akan diberikan kepada investor, dividen yang rendah merupakan suatu tanda yang kurang baik, akhirnya investor akan menjual saham yang dimilikinya dan mengalihkannya ke sektor yang lebih stabil, sehingga akan menurunkan harga saham.

Menurut Malini dan Jais (2014), hubungan negatif antara harga CPO dengan harga saham syariah terkait dengan pola konsumsi dan produksi suatu Negara. Pola produksi tergantung pada berapa banyak perusahaan yang tergolong syariah yang menggunakan CPO sebagai bahan utama produksinya. Di Indonesia perusahaan yang termasuk dalam kategori syariah sebagian besar berasal dari industri makanan dan minuman, sehingga membuat peningkatan dan penurunan dari harga CPO membayanya banyak pengaruh terhadap pergerakan pasar saham syariah.

Hasil ini seragam dengan penelitian yang dilakukan oleh Cunado & Gracia (2014), Dhaoui & Saidi (2015) dan Kilian & Park (2009) yang menyatakan bahwa kejutan penawaran harga komoditas berpengaruh negatif dan kejutan permintaan berpengaruh positif terhadap harga saham, efek yang dihasilkan tergantung pada sumber kejutannya apakah dari sisi permintaan atau sisi penawaran. Namun berbeda dengan penemuan Kang, Ratti, & Vespignani (2009) yang menunjukkan bahwa kejutan penawaran harga komoditas berpengaruh positif terhadap pasar saham.

Singkatnya, hasil ini menunjukkan bahwa efek dari perubahan harga CPO global pada harga saham syariah di Indonesia tidak seragam, tergantung pada sumber kejutannya apakah dari sisi permintaan atau sisi penawaran.

Gambar 4.12 menunjukkan hasil *Impulse Response Function* (IRF) secara umum dari Suku Bunga (IR) terhadap kejutan harga minyak kelapa sawit yang masing-masing berasal dari sumber kejutan yang berbeda, sebagai berikut.

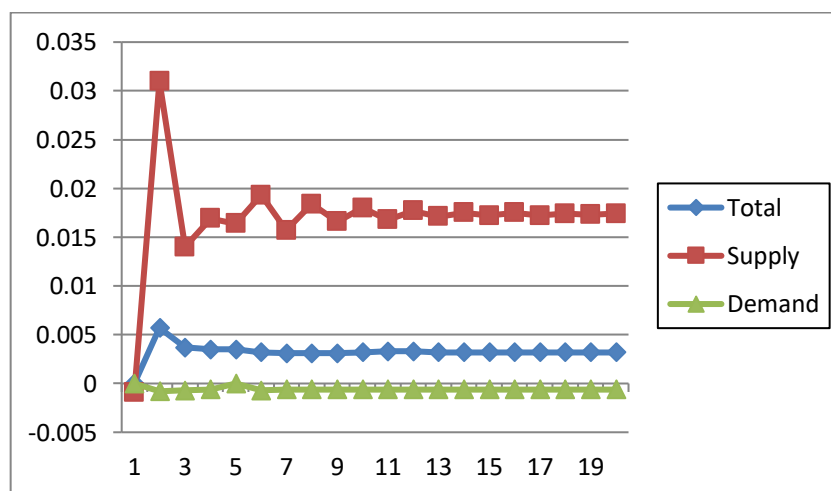


Gambar 4.2 Respon umum dari IR terhadap kejutan harga CPO

Keterangan: Total = respon IR terhadap kejutan total CPO; Demand = respon IR terhadap kejutan permintaan CPO; Supply = respon IR terhadap kejutan penawaran CPO

Berdasarkan gambar tersebut, dapat diketahui bahwa terdapat efek yang sama dari kejutan harga CPO dunia terhadap suku bunga dari sumber kejutan yang berbeda. Baik dari kejutan total, kejutan permintaan dan kejutan penawaran menunjukkan efek yang negatif, akan tetapi hanya yang berasal dari kejutan penawaran yang menunjukkan efek yang signifikan. Dengan kata lain, pada saat terjadi kejutan harga CPO baik yang berasal dari permintaan maupun penawaran maka tingkat suku bunga akan turun. Hasil ini konsisten dengan hasil pada nilai tukar. Kejutan harga CPO direspon dengan turunnya (depresiasi) nilai tukar riil Rupiah terhadap US dollar. Sebagai akibat dari kenaikan harga CPO pada pasar komoditas dunia harga CPO mengacu pada mata uang US dollar, sehingga peningkatan harga CPO juga diikuti dengan meningkatnya nilai US dollar yang menyebabkan melemahnya nilai tukar rupiah. Kondisi ini seharusnya direspon dengan peningkatan suku bunga sebagai upaya meredam depresiasi rupiah, tetapi faktanya pada saat bersamaan Bank Indonesia merespon dengan menurunkan tingkat suku bunga domestik sebagai upaya menggerakkan perekonomian.

Gambar 4.3 menunjukkan hasil *Impulse Response Function* (IRF) secara umum dari Indeks Produksi Industri (IPI) terhadap kejutan harga minyak kelapa sawit yang masing-masing berasal dari sumber kejutan yang berbeda, sebagai berikut.

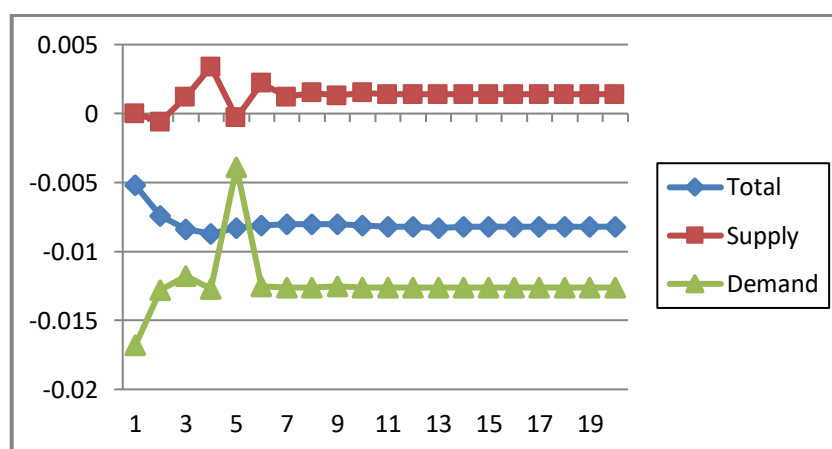


Gambar 4.3 Respon umum dari IPI terhadap kejutan harga CPO

Keterangan: Total = respon IPI terhadap kejutan total CPO; Demand = respon IPI terhadap kejutan permintaan CPO; Supply = respon IPI terhadap kejutan penawaran CPO

Berdasarkan gambar tersebut, dapat diketahui bahwa terdapat efek yang sama dari kejutan harga CPO dunia terhadap suku bunga dari sumber kejutan yang berbeda. Baik dari kejutan total, kejutan permintaan dan kejutan penawaran menunjukkan efek yang positif dan signifikan, meskipun efek yang berasal dari kejutan permintaan menunjukkan efek yang ambigu. Dengan kata lain, pada saat terjadi kejutan baik yang berasal dari kejutan permintaan maupun penawaran harga CPO maka akan menyebabkan meningkatnya Indeks Produksi Industri (IPI). Singkatnya, hasil ini menunjukkan bahwa efek dari perubahan harga CPO global pada IPI memiliki kesamaan sekalipun asal kejutannya berbeda, dan kejutan penawaran memiliki efek yang paling besar di antara sumber kejutan lainnya.

Gambar 4.4 menunjukkan hasil *Impulse Response Function* (IRF) secara umum dari Nilai Tukar Riil (EXR) terhadap kejutan harga minyak kelapa sawit yang masing-masing berasal dari sumber kejutan yang berbeda, sebagai berikut.

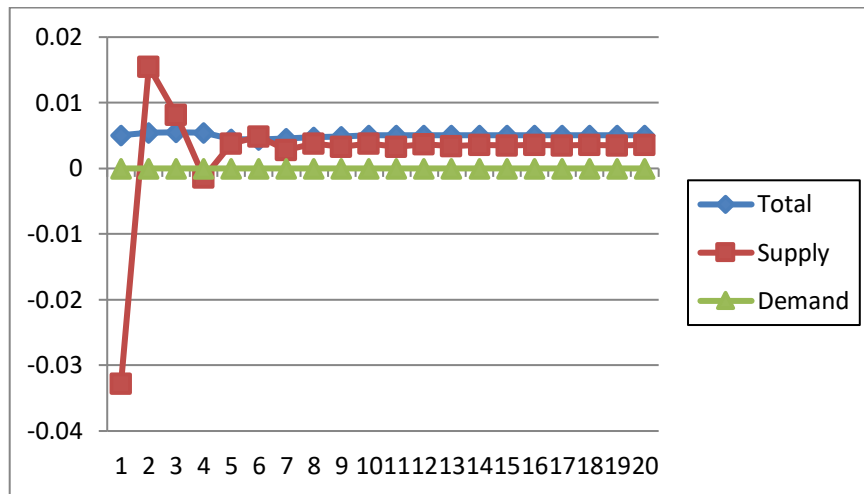


Gambar 4.4 Respon umum dari EXR terhadap kejutan harga CPO

Keterangan: Total = respon EXR terhadap kejutan total CPO; Demand = respon EXR terhadap kejutan permintaan CPO; Supply = respon EXR terhadap kejutan penawaran CPO

Berdasarkan gambar tersebut, dapat diketahui bahwa terdapat perbedaan pengaruh harga CPO dunia terhadap nilai tukar riil rupiah (EXR) dari sumber kejutan yang berbeda. Efek kejutan total dan kejutan permintaan harga CPO global direspon negatif dan signifikan oleh nilai tukar riil rupiah (EXR), dengan kata lain, ketika harga CPO global mengalami kejutan (peningkatan) maka akan berpengaruh pada turunnya nilai tukar riil rupiah (EXR). Hal ini terjadi karena komoditas kelapa sawit memberikan kontribusi yang besar bagi perekonomian Indonesia melalui ekspor. Pada pasar komoditas dunia harga CPO mengacu pada mata uang US dolar, sehingga peningkatan harga CPO juga diikuti dengan meningkatnya nilai US dollar yang menyebabkan melemahnya nilai tukar rupiah. Sedangkan kejutan penawaran direspon positif oleh nilai tukar riil rupiah dan kejutan ini memiliki efek yang paling besar dibandingkan dengan sumber kejutan lainnya, namun efek ini tidak signifikan.

Gambar 4.5 menunjukkan hasil *Impulse Response Function* (IRF) secara umum dari *Dow Jones Islamic Market Index Japan* (DJIJP) terhadap kejutan harga minyak kelapa sawit yang masing-masing berasal dari sumber kejutan yang berbeda, sebagai berikut.

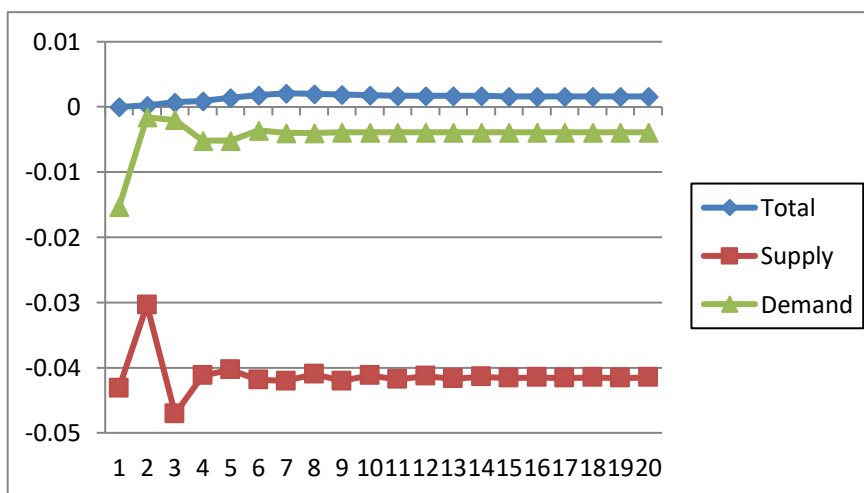


Gambar 4.5 Respon umum dari DJIJP terhadap kejutan harga CPO

Keterangan: Total = respon DJIJP terhadap kejutan total CPO; Demand = respon DJIJP terhadap kejutan permintaan CPO; Supply = respon DJIJP terhadap kejutan penawaran CPO

Berdasarkan gambar tersebut, dapat diketahui bahwa terdapat efek yang sama dari kejutan harga CPO dunia terhadap saham syariah Jepang (DJIMY) dari sumber kejutan yang berbeda. Baik dari kejutan total, kejutan permintaan dan kejutan penawaran menunjukkan efek yang positif dan signifikan, meskipun pada saat kejutan penawaran pada awalnya memiliki efek negatif namun hanya sementara kemudian berubah menjadi positif dan efek yang berasal dari kejutan permintaan menunjukkan efek yang ambigu. Dengan kata lain, pada saat terjadi kejutan baik yang berasal dari kejutan permintaan maupun penawaran harga CPO maka akan menyebabkan meningkatnya DJIJP. Singkatnya, hasil ini menunjukkan bahwa efek dari perubahan harga CPO global pada DJIJP memiliki kesamaan sekalipun asal kejutannya berbeda, dan kejutan penawaran memiliki efek yang paling besar di antara sumber kejutan lainnya.

Gambar 4.6 menunjukkan hasil *Impulse Response Function* (IRF) secara umum dari *Dow Jones Islamic Market Index Japan* (DJIMY) terhadap kejutan harga minyak kelapa sawit yang masing-masing berasal dari sumber kejutan yang berbeda, sebagai berikut.



Gambar 4.6 Respon umum dari DJIMY terhadap kejutan harga CPO

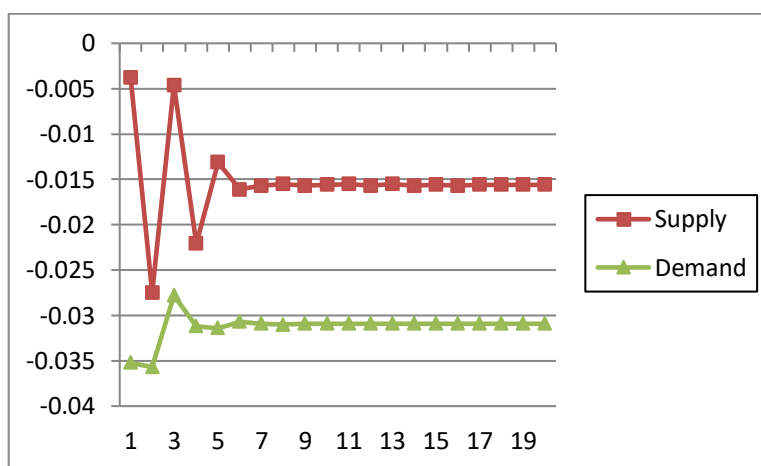
Keterangan: Total = respon DJIMY terhadap kejutan total CPO; Demand = respon DJIMY terhadap kejutan permintaan CPO; Supply = respon DJIMY terhadap kejutan penawaran CPO

Berdasarkan gambar tersebut, dapat diketahui bahwa terdapat perbedaan pengaruh harga CPO dunia terhadap saham syariah di Malaysia (DJIMY) dari sumber kejutan yang berbeda. Efek kejutan total harga CPO global direspon positif oleh DJIMY dan kejutan permintaan harga CPO global direspon negative oleh DJIMY, keduanya memiliki efek yang signifikan. Sedangkan kejutan penawaran meskipun direspon negatif oleh DJIMY akan tetapi efeknya tidak signifikan. Kejutantotal harga CPO global memiliki efek yang paling besar dibandingkan dengan sumber kejutan lainnya dan efek ini signifikan.

4.2.2 Perbandingan Respon Variabel Makroekonomi terhadap Kebijakan Moneter

Perbandingan respon variabel makroekonomi terhadap *shock* harga CPO pada gambar berikut menunjukkan hasil *Impulse Response Function* (IRF) secara umum variabel makroekonomi terhadap kejutan harga minyak kelapa sawit yang masing-masing berasal dari sumber kejutan yang berbeda, yaitu (i) Kejutan permintaan minyak kelapa sawit (*Demand*, garis berwarna merah); (ii) Kejutan penawaran minyak kelapa sawit (*Supply*, garis berwarna hijau). Setiap gambar menunjukkan perbandingan setiap jenis kejutan harga CPO untuk masing-masing variabel sehingga dapat dibandingkan besar dan kekuatannya.

Gambar 4.7 menunjukkan hasil *Impulse Response Function* (IRF) secara umum dari *Jakarta Islamic Index* (JII) atas kejutan suku bunga domestik yang masing-masing berasal dari sumber kejutan yang berbeda, sebagai berikut.

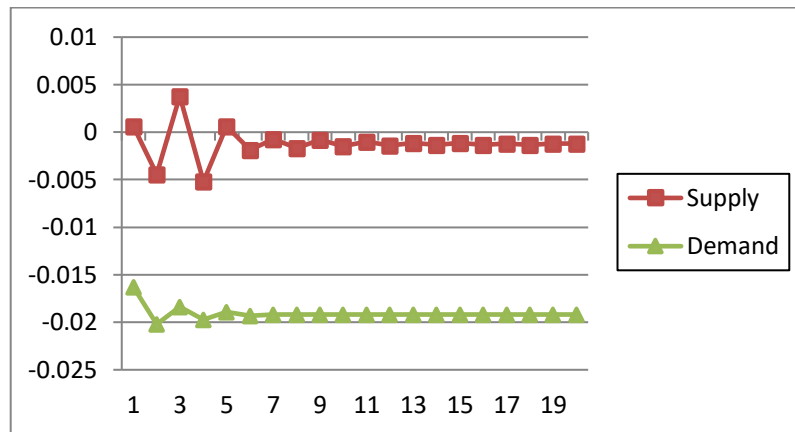


Gambar 4.7 Respon umum dari *Jakarta Islamic Index* (JII) terhadap kebijakan moneter

Keterangan: *Demand* = respon JII terhadap kebijakan moneter; *Supply* = respon JII terhadap kebijakan moneter

Berdasarkan perbandingan tersebut, dapat diketahui bahwa tidak terdapat perbedaan respon *Jakarta Islamic Index* (JII) terhadap *shock* harga CPO dunia meskipun dari sumber kejutan yang berbeda. Baik efek kejutan permintaan maupun kejutan penawaran harga CPO dunia, suku bunga direspon negatif oleh JII akan tetapi pada kejutan penawaran efeknya tidak signifikan. Meskipun efek *shock* penawaran merupakan yang paling besar, akan tetapi penawaran yang menunjukkan efek tidak signifikan. Hasil ini serupa dengan temuan Killian dan Park (2009) yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan kebijakan moneter pada saat terjadi *shock* permintaan dan *shock* penawaran minyak dunia.

Gambar 4.8 menunjukkan hasil *Impulse Response Function* (IRF) secara umum dari Indeks Produksi Industri (IPI) atas kejutan suku bunga domestik yang masing-masing berasal dari sumber kejutan yang berbeda, sebagai berikut.

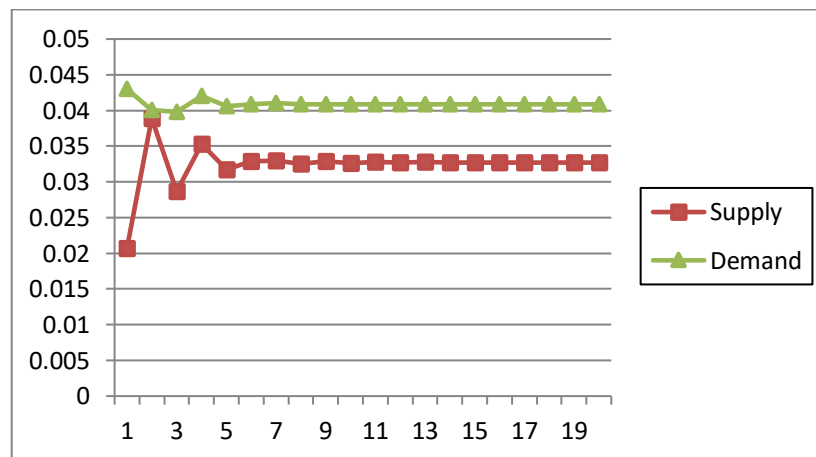


Gambar 4.8 Respon umum dari Indeks Produksi Industri (IPI) terhadap kebijakan moneter

Keterangan: *Demand* = respon IPI terhadap kebijakan moneter; *Supply* = respon IPI terhadap kebijakan moneter

Berdasarkan gambar tersebut, dapat diketahui bahwa terdapat perbedaan respon Indeks Produksi Industri (IPI) terhadap *shock* harga CPO dunia dari sumber kejutan yang berbeda. Baik efek kejutan permintaan maupun kejutan penawaran suku bunga direpson negatif oleh IPI. Meskipun efek *shock* penawaran merupakan yang paling besar, akan tetapi penawaran yang menunjukkan efek tidak signifikan.

Gambar 4.9 menunjukkan hasil *Impulse Response Function* (IRF) secara umum dari nilai tukar rill rupiah (EXR) atas kejutan suku bunga domestik yang masing-masing berasal dari sumber kejutan yang berbeda, sebagai berikut.



Gambar 4.9 Respon umum dari Nilai Tukar (EXR) terhadap kebijakan moneter

Keterangan: Total = respon EXR terhadap kebijakan moneter; *Demand* = respon EXR terhadap kebijakan moneter; *Supply* = respon EXR terhadap kebijakan moneter

Berdasarkan gambar tersebut, dapat diketahui bahwa terdapat efek yang sama dari kejutan tingkat suku bunga terhadap nilai tukar riil rupiah (EXR) dari sumber kejutan yang berbeda. Baik dari kejutan permintaan maupun kejutan penawaran menunjukkan efek yang positif dan signifikan. Dengan kata lain, pada saat terjadi kejutan baik yang berasal dari kejutan permintaan maupun

penawaran harga CPO, *shock* suku bunga akan menyebabkan apresiasi nilai tukar riil rupiah. Singkatnya, hasil ini menunjukkan bahwa efek dari perubahan tingkat suku bunga pada EXR memiliki kesamaan sekalipun asal kejutannya berbeda, dan kejutan permintaan memiliki efek yang paling besar.

4.2.3 Peran Kejutan Harga CPO Terhadap Jakarta Islamic Index (JII)

Analisis *variance decomposition* menjelaskan seberapa besar peranan atau porsi suatu variabel ekonomi terhadap guncangan variabel ekonomi lainnya, sehingga secara tidak langsung dapat diketahui kekuatan dan kelemahan masing-masing variabel dalam mempengaruhi variabel lainnya dalam kurun waktu yang panjang. Analisis dekomposisi varian berfungsi untuk mengetahui setiap besarnya peran guncangan dalam menjelaskan variabilitas atau dinamika suatu variabel.

Hasil FEVD menjelaskan tentang *variance decomposition* dari variabel LRJII pada saat terjadi kejutan total harga CPO, yaitu variabel apa saja yang dominan dan seberapa besar variabel tersebut mempengaruhi variabel LRJII. Pada periode pertama variabel LRJII dipengaruhi oleh variabel itu sendiri (100%). Namun pada periode selanjutnya pengaruh LRJII terhadap variabel itu sendiri berkurang. Pada periode kedua variabel yang terbesar mempengaruhi variabel LRJII selain variabel LRJII itu sendiri adalah IR, LIPI dan LRDJIJP. Pada akhir periode pengamatan pengaruh LRJII terhadap dirinya sendiri berkurang menjadi 72%, sedangkan variabel lainnya selain LRJII yang memberikan pengaruh terbesar terhadap LRJII adalah IR, LRDJIJP dan LRDJIMY.

Suku bunga (IR) menjadi variabel yang paling dominan pengaruhnya yaitu hingga mencapai 0.09 atau sebesar 9 persen pada akhir periode pengamatan. Hal ini menunjukkan bahwa jika sumber kejutan harga CPO diabaikan, pasar modal syariah bahkan dalam jangka panjang belum mampu terlepas dari pengaruh suku bunga yang secara normatif merupakan instrumen transaksi yang dilarang berdasarkan syariah.

Variabel pasar saham syariah Jepang (DJIJP) menempati posisi kedua dengan dominasi pengaruh sebesar 0.08 atau mencapai 8 persen pada akhir periode pengamatan. Selain itu, pasar saham syariah Malaysia (DJIMY) juga menunjukkan pengaruh yang besar terhadap LRJII yaitu sebesar 0.07 atau mencapai 7 persen pada akhir periode pengamatan.

Variabel makroekonomi lainnya berupa LIPI dan nilai tukar (EXR), memiliki pengaruh yang meningkat dari awal periode pengamatan hingga mencapai besaran pengaruh masing-masing 0.01 atau mencapai 1% pada akhir periode pengamatan. Sedangkan besaran pengaruh variabel harga CPO dunia hanya mencapai 0.02 atau sebesar 2%. Hal ini menunjukkan pengaruh dari harga minyak kelapa sawit (CPO) tidak terlalu besar dalam mempengaruhi pergerakan nilai JII.

Pada saat terjadi kejutan permintaan harga CPO dunia, hasil *variance decomposition* dari variabel LRJII menunjukkan bahwa pada periode pertama variabel LRJII dipengaruhi oleh variabel itu sendiri (100%). Namun pada periode selanjutnya pengaruh LRJII terhadap variabel itu sendiri berkurang. Pada periode kedua variabel yang terbesar mempengaruhi variabel LRJII selain variabel LRJII itu sendiri adalah IR, LRDJIJP dan LRDJIMY. Pada akhir periode pengamatan pengaruh LRJII terhadap dirinya sendiri berkurang menjadi 89%, sedangkan variabel lainnya selain LRJII yang memberikan pengaruh terbesar terhadap LRJII sampai pada periode terakhir pengamatan adalah IR, LRDJIJP dan LRDJIMY.

Pasar saham syariah Malaysia (LRDJIMY) menjadi variabel yang paling dominan pengaruhnya yaitu hingga mencapai 0.04 atau sebesar 4 persen pada akhir periode pengamatan. Variabel pasar saham syariah Jepang (DJIJP) menunjukkan pengaruh sebesar 0.03 atau mencapai 3 persen pada akhir periode pengamatan.

Suku bunga (IR) menjadi salah satu variabel yang paling dominan pengaruhnya terhadap LRJII dalam kondisi terjadi kejutan permintaan harga CPO dunia yaitu hingga mencapai 0.03 atau sebesar 3 persen pada akhir periode pengamatan. Hal ini menunjukkan bahwa jika sumber kejutan harga CPO berasal dari kejutan permintaan, pasar modal syariah bahkan dalam jangka panjang masih dipengaruhi oleh suku bunga konvensional yang secara normatif merupakan instrumen transaksi yang dilarang berdasarkan syariah.

Variabel makroekonomi lainnya berupa LIPI dan nilai tukar (EXR), masing-masing tidak memiliki pengaruh pada akhir periode pengamatan. Sedangkan besaran pengaruh variabel harga

CPO dunia hanya mencapai 0.01 atau sebesar 1%. Hal ini menunjukkan pengaruh dari harga minyak kelapa sawit (CPO) tidak terlalu besar dalam mempengaruhi pergerakan nilai JII dalam kondisi terjadinya kejutan harga CPO dunia.

Pada saat terjadi kejutan penawaran harga CPO dunia, hasil *variance decomposition* dari variabel LRJII menunjukkan bahwa pada periode pertama variabel LRJII dipengaruhi oleh variabel itu sendiri (100%). Namun pada periode selanjutnya pengaruh LRJII terhadap variabel itu sendiri berkurang. Pada periode kedua variabel yang terbesar mempengaruhi variabel LRJII selain variabel LRJII itu sendiri adalah LRDJIMY dan harga CPO dunia (LRPCPO). Pada akhir periode pengamatan pengaruh LRJII terhadap dirinya sendiri berkurang menjadi 85%, sedangkan variabel lainnya selain LRJII yang memberikan pengaruh terbesar terhadap LRJII sampai pada periode terakhir pengamatan adalah LRDJIMY, dan LRPCPO.

Pasar saham syariah Malaysia (LRDJIMY) menjadi variabel yang paling dominan pengaruhnya yaitu hingga mencapai 0.10 atau sebesar 10 persen pada akhir periode pengamatan. Harga CPO dunia menjadi salah satu variabel yang paling dominan pengaruhnya terhadap LRJII dalam kondisi terjadi kejutan penawaran harga CPO dunia yaitu hingga mencapai 0.05 atau sebesar 5 persen pada akhir periode pengamatan.

Variabel makroekonomi lainnya berupa IR dan LIPI, masing-masing memberikan pengaruh yang relatif kecil pada akhir periode pengamatan yaitu masing-masing hanya sebesar 0.01 atau mencapai 1%. Sedangkan nilai tukar rupiah (EXR) tidak mempengaruhi pergerakan nilai JII dalam kondisi terjadinya kejutan penawaran harga CPO dunia.

Dengan demikian, hal di atas menunjukkan bahwa jika sumber kejutan harga CPO berasal dari kejutan penawaran, harga CPO dunia memiliki peran yang paling besar terhadap perubahan LRJII dibandingkan dengan sumber kejutan lainnya, baik pada saat terjadi kejutan permintaan ataupun jika sumber kejutan diabaikan.

5. Kesimpulan dan Saran

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan mengenai pengaruh dari kejutan permintaan dan penawaran harga CPO dunia terhadap pergerakan *Jakarta Islamic Index* (JII), yang telah diuraikan pada bab sebelumnya, maka diperoleh kesimpulan hasil penelitian sebagai berikut:

- Hasil analisis VECM yang dilakukan menunjukkan bahwa dari ketiga sumber kejutan yang berbeda yaitu kejutan total harga CPO, kejutan permintaan dan kejutan penawaran harga CPO dunia terdapat perbedaan pengaruh variabel makroekonomi terhadap pergerakan JII.
- Pada saat terjadi kejutan permintaan harga CPO, dalam jangka pendek hanya variabel harga CPO dunia yang berpengaruh signifikan terhadap JII, sedangkan variabel lainnya yaitu suku bunga, Indeks Produksi Industri, nilai tukar, indeks saham syariah DJIJP dan DJIMY tidak memiliki pengaruh terhadap JII. Dalam jangka panjang terdapat empat variabel makroekonomi yang secara signifikan berpengaruh terhadap JII, yaitu suku bunga, nilai tukar riil, indeks saham syariah DJIJP dan DJIMY.
- Pada saat terjadi kejutan penawaran harga CPO, dalam jangka pendek hanya variabel pasar saham syariah Malaysia (DJIMY) yang berpengaruh signifikan terhadap JII, Sedangkan, variabel lainnya yaitu suku bunga, Indeks Produksi Industri, nilai tukar, indeks saham syariah DJIJP dan harga CPO dunia tidak memiliki pengaruh terhadap JII. Dalam jangka panjang seluruh variabel secara signifikan berpengaruh terhadap JII. Hal ini terjadi karena suatu variabel bereaksi terhadap variabel lainnya membutuhkan waktu (*lag*) dan pada umumnya reaksi suatu variabel terhadap variabel lainnya terjadi dalam jangka panjang.
- Sedangkan jika sumber kejutan diabaikan, dalam jangka pendek terdapat empat variabel yang berpengaruh signifikan terhadap JII yaitu suku bunga, Indeks Produksi Industri, nilai tukar riil, indeks saham syariah Jepang (DJIJP) dan harga CPO dunia. Terdapat tiga variabel secara signifikan berpengaruh dalam jangka panjang, yaitu nilai tukar riil, indeks saham syariah Jepang (DJIJP) dan indeks saham syariah Malaysia (DJIMY).
- Terdapat perbedaan pengaruh *shock* harga CPO dunia terhadap *Jakarta Islamic Index* (JII) dari sumber kejutan yang berbeda. Efek kejutan total harga CPO global direspons positif dan signifikan oleh JII, dengan kata lain, ketika harga minyak kelapa sawit mengalami kejutan (peningkatan) maka akan turut meningkatkan nilai JII. Efek yang diciptakan oleh kejutan

- permintaan lebih besar dari pada yang diciptakan oleh sumber kejutan lainnya, akan tetapi respon ini tidak signifikan. Sedangkan kejutan penawaran direspon negatif signifikan oleh JII.
- f. Tidak terdapat perbedaan respon kebijakan moneter terhadap *shock* harga CPO dunia meskipun dari sumber kejutan yang berbeda. Baik efek kejutan permintaan maupun kejutan penawaran harga CPO dunia, suku bunga direspon negatif oleh JII akan tetapi pada kejutan penawaran efeknya tidak signifikan. Meskipun efek *shock* penawaran merupakan yang paling besar, akan tetapi penawaran yang menunjukkan efek tidak signifikan.
 - g. Perubahan harga minyak kelapa sawit (CPO) memiliki kontribusi terhadap pergerakan *Jakarta Islamic Index (JII)* baik dari sumber kejutan permintaan harga CPO, kejutan penawaran harga CPO, maupun pada saat sumber kejutan tidak diperhitungkan. Perubahan harga CPO memiliki kontribusi paling besar terhadap pergerakan JII pada saat terjadi kejutan penawaran, sedangkan pada saat terjadi kejutan permintaan harga CPO menunjukkan kontribusi yang lebih kecil.

5.2 Saran

Sebagai peneliti, penulis menyadari bahwa dalam melakukan penelitian harus selalu dilakukan penyempurnaan secara terus-menerus, karena ilmu ekonomi dan pasar modal selalu berkembang dari waktu ke waktu, maka untuk penelitian selanjutnya penulis menyarankan sebagai berikut:

- a. Adanya keterbatasan Indeks harga saham yang digunakan sebagai objek penelitian yang hanya fokus pada harga saham syariah negara pengekspor, yaitu JII. Diharapkan dalam penelitian selanjutnya agar menggunakan indeks harga saham syariah lainnya atau membandingkan dengan indeks harga saham negara lain yang berasal dari negara pengekspor maupun pengekspor komoditas.
- b. Pada penelitian ini menggunakan satu komoditas dari sektor perkebunan, diharapkan untuk penelitian selanjutnya dapat menggunakan komoditas dari sektor lainnya yang juga merupakan komoditas unggulan Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Abd Majid, M. S., & Yusof, R. M. (2009). Long-run relationship between Islamic stock returns and macroeconomic variables. *Humanomics*, 25(2), 127–141. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1108/08288660910964193>
- Al-Arif, M. N. R. (2015). *Pengantar Ekonomi Syariah Teori dan Praktik* (1st ed.). Bandung: Pustaka Setia.
- Alwi, I. (2003). *Pasar Modal: Teori dan Aplikasi*. Jakarta: Yayasan Pancur Siwali.
- Anindita, R. (2008). *Pendekatan Ekonomi untuk Analisis Harga*. Jakarta: Kencana.
- Antonio, M. S. (2014). Volatilitas Pasar Modal Syariah Dan Indikator Makro Ekonomi : Studi Banding Malaysia dan Indonesia. In *Bisnis dan Manajemen* (Vol. 1, pp. 1–12).
- Bank Indonesia. (2009). Outlook Ekonomi Indonesia 2009-2014. *Outlook Ekonomi Indonesia*, 41–68.
- Chintia, S. (2013). *Impact of World Oil Price Shock on Domestic Rice Price (Cointegration Analysis)*. Institut Pertanian Bogor.
- Cunado, J., & Perez de Gracia, F. (2014). Oil price shocks and stock market returns: Evidence for some European countries. *Energy Economics*, 42, 365–377. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2013.10.017>
- Dhaoui, A., & Saidi, Y. (2015). Oil supply and demand shocks and stock price: Empirical evidence for some OECD countries. *Munich Personal RePEc Archive*.
- Frensidy, B. (2008). Analisis Pengaruh Aksi Beli-Jual Asing, Kurs, dan Indeks Hang Seng Terhadap Indeks Harga saham Gabungan Di Bursa Efek Indonesia dengan Model GARCH. *Media Riset & Bisnis*, 8, 25–42.
- GAPKI. (2016). Refleksi Industri Kelapa Sawit 2016 dan Prospek 2017. Retrieved from <https://gapki.id/news/1848/refleksi-industri-kelapa-sawit-2016-prospek-2017>. 28 Maret 2017
- Gujarati, D. (2003). *Ekonometri Dasar*. Jakarta: Erlangga.
- Gyasi, A. K. (2016). Commodity Price Shocks and African Stock Markets: Evidence from Ghana. In *Proceeding of the First American Academic Research Conference on Global Business, Economics, Finance and Social Sciences (AAR16 New York Conference)*. New York, USA.
- Hamilton, J. D. (1983). Oil and the Macroeconomy since World War II. *Journal of Political Economy*, 91(2), 228–248. <https://doi.org/10.1086/261140>
- Husnan, S. (1998). *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas* (Edisi Kedua). UPP-AMP YKPN.
- Ikrima, T. N., & Muharam, H. (2015). Co-Integration Dan Contagion Effect Antara Pasar Saham Syariah Di Indonesia, Malaysia, Eropa, Dan Amerika Saat Terjadinya Krisis Yunani. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 5(2). <https://doi.org/10.15294/jdm.v5i2.3656>
- Iman, N. (2008). *Memulai Investasi Reksadana*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Investopedia. (2017). Demand Shock. (2017). Retrieved from <https://www.investopedia.com/terms/d/demandshock.asp>. 2 November 2017

- Investopedia. (2017). Supply Shock. Retrieved from <https://www.investopedia.com/terms/s/supplyshock.asp>. 2 November 2017
- Iqbal, Z., & Mirakhor, A. (2015). *Pengantar Keuangan Islam Teori & Praktik*. (A. K. Anwar, Ed.) (Edisi Pertama). Jakarta: Prenadamedia grup.
- Kang, W., Ratti, R. A., & Vespignani, J. (2009). The Impact of Oil Price Shocks on the U.S. Stock Market A Note on the Roles of U.S. and Non-U.S. Oil Production. *International Economic Review*, 50(4), 1267–1287. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2354.2009.00568.x>
- Kilian, L., & Park, C. (2009). the Impact of Oil Price Shocks on the US Stock Market*. *International Economic Review*, 50(4), 1267–1287. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2354.2009.00568.x>
- Kurniasari, Sitingjak, dkk. (2003). Indikator-indikator Pasar Saham dan Pasar Uang Yang Saling Berkaitan Ditinjau Dari Pasar Saham Sedang Bullish dan Bearish, *Vol. 3 No.*
- Lutkepohl, H., & Kratzig, M. (2004). *Applied Time Series Econometrics*. New York, USA: Cambridge University Press.
- Malini, H., & Jais, M. (2014). The Volatility of Indonesia Shari'ah Capital Market Stock Price Toward Macro Economics Variable. *Indonesian Capital Market Review*, 6(2), 63–72. Retrieved from <http://journal.ui.ac.id/index.php/icmr/article/download/3588/2854>
- Mankiw, N. G. (2006). *Teori Makro Ekonomi*. Jakarta.: Erlangga.
- Nordin, N., Nordin, S., & Ismail, R. (2014). the Impact of Commodity Prices, Interest Rate and Exchange Rate on Stock Market Performance: an Empirical Analysis From Malaysia. *Malaysian Management Journal*, 18, 39–52.
- Omar, M. A., Muhamad Abduh, & Raditya Sukmana. (2013). Fundamentals of Islamic Money and Capital Market. *John Wiley & Sons Singapore Pte. Ltd.*, (October).
- Pakasi, A. (2008). *Commodity Online Trading In Futures & Options*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Pusdatin. (2016). *Outlook Kelapa Sawit 2016*.
- Sadorsky, P. (1999). Oil price shocks and stock market activity. *Energy Economics*, 21, 449–469.
- Sholihin, A. I. (2010). *Buku Pintar Ekonomi Syariah*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Soemitra, A. (2009). *Bank & Lembaga Keuangan Syariah*. Jakarta: PT. Kencana Prenada Media Group.
- Sudarsono, H. (2003). *Bank Dan Lembaga Keuangan Syariah*. Yogyakarta: Ekonisia.
- Sukirno, S. (2011). *Makroekonomi Teori Pengantar*. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Sunariyah. (2006). *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal* (Edisi Ke-5). Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- 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>
- Widarjono, A. (2013). *Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya* (4th ed.). UPP STIM YKPN.