

Jurnal Dinamika Ekonomi Pembangunan (JDEP)

URL: <http://jdep.upnjatim.ac.id/index.php/jdep>

REAKSI PASAR MODAL TERHADAP FAKTOR EKONOMI DAN FAKTOR NON EKONOMI DI INDONESIA

Ninda Vani Lestari¹, Ris Yuwono Yudo Nugroho²

INFORMASI ARTIKEL

ABSTRACT

Jurusan Ekonomi Pembangunan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Trunojoyo Madura Jalan Raya Telang, Telang, Bangkalan Email: nindavanilestari@gmail.com, risyuwono@gmail.com

Article history:

Dikirim tanggal: 27 Desember 2019

Diterima tanggal: 02 Januari 2020

Tersedia online tanggal: 29 Januari 2020

The purpose of this study is (1) to examine how much influence economic and non-economic factors have on the movement of the Jakarta Composite Index (CSPI), (2) to examine the most dominant factor in the movement of the Composite Stock Price Index (CSPI). The method in this study uses monthly data and is processed using the Vector Auto Regression (VAR) analysis technique. the results of the variance decomposition test before social / political turmoil showed that the most dominant contribution was recorded at the CSPI itself 61 percent, with economic factors 21 percent and non-economic factors 18 percent. However, the results of the variance decomposition test after social / political turmoil showed that the most dominant contribution was recorded in non-economic factors, 52 percent, with economic factors 36 percent, and CSPI itself at 18 percent. Thus, there are differences before and after social / political turmoil.

Keywords: *IHSG, Capital Market, Consumer Confidence Index, VAR*

Tujuan dari penelitian ini adalah (1) untuk menguji seberapa besar pengaruh faktor ekonomi dan non-ekonomi terhadap pergerakan Jakarta Composite Index (IHSG), (2) untuk menguji faktor yang paling dominan dalam pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Metode dalam penelitian ini menggunakan data bulanan dan diproses menggunakan teknik analisis Vector Auto Regression (VAR). hasil uji dekomposisi varians sebelum gejolak sosial / politik menunjukkan bahwa kontribusi paling dominan tercatat di IHSG itu sendiri 61 persen, dengan faktor ekonomi 21 persen dan faktor non-ekonomi 18 persen. Namun, hasil uji dekomposisi varians setelah kekacauan sosial / politik menunjukkan bahwa kontribusi paling dominan tercatat dalam faktor-faktor non-ekonomi 52 persen, dengan faktor ekonomi 36 persen, dan IHSG sendiri sebesar 18 persen. Dengan demikian, ada perbedaan sebelum dan sesudah kekacauan sosial / politik.

2020 FEB UPNVJT. All rights reserved

1. PENDAHULUAN

Pasar modal dalam negeri memiliki peran penting bagi perekonomian Indonesia. Pasar modal memiliki 2 fungsi. Pertama, pasar modal memiliki fungsi dalam penyediaan jasa pendanaan usaha atau sebagai media bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari masyarakat (investor). Kedua, pasar modal memiliki fungsi sebagai perantara masyarakat dalam melakukan kegiatan investasi pada instrumen keuangan. Efek yang diperjual belikan dalam pasar modal berupa saham, obligasi, reksa dana, dan lain-lain (Bursa Efek Indonesia, 2018). Dana yang diperoleh dipasar modal kemudian digunakan oleh perusahaan untuk pengembangan usaha, ekspansi perusahaan, penambahan modal kerja. Masyarakat juga dapat menempatkan dana yang dimilikinya sesuai dengan karakteristik keuntungan dan resiko masing masing instrumen yang cocok bagi dirinya.

Keadaan pasar modal dapat dipengaruhi oleh peristiwa yang memiliki kandungan informasi bagi investor yang akan menanamkan modalnya. Semakin tinggi tingkat kesensitifan pasar modal terhadap peristiwa-peristiwa di sekelilingnya maka peran pasar modal akan semakin tinggi dalam suatu negara (Suryawijaya dan Setiawan, 1998). Informasi yang dibutuhkan dalam pasar modal merupakan suatu kebutuhan penting bagi investor di pasar modal sehingga investor dapat memproyeksi keuntungan yang didapat. Informasi dalam pasar modal terbagi menjadi 2 yaitu informasi positif dan informasi negatif. Informasi yang dianggap positif diprediksi dapat memacu peningkatan kegiatan perekonomian dalam negeri, sedangkan informasi negatif diprediksi dapat memperlambat kegiatan perekonomian dalam negeri. Ketika kegiatan ekonomi mengalami pelambatan, maka perusahaan akan sulit dalam mengembangkan usahanya dan akan menimbulkan dampak pada turunnya value perusahaan dimata investor (Zaqi, 2006).

Menurut Soebagiyo (2003), ada beberapa kondisi ekonomi yang dapat mempengaruhi pasar modal melalui instrument saham yaitu jumlah uang beredar, inflasi, kurs, dan suku bunga. Sedangkan Menurut Husnan (2005) ada kondisi lain selain kondisi ekonomi yang dapat mempengaruhi keberhasilan pasar modal diantaranya supply sekuritas, demand sekuritas, kondisi politik,

instrumen hukum, bencana alam, dan keadaan sosial.

Apabila dilihat berdasarkan peristiwa yang terjadi, Indonesia pernah mengalami gejolak politik yang menjalar ke ranah gejolak sosial. Peristiwa tersebut terjadi ketika masa Pilkada DKI Jakarta pada bulan April 2017. Peristiwa tersebut bermula ketika salah satu calon gubernur DKI yang bernama Basuki Tjahaya Purnama atau kerap disapa Ahok melakukan kampanye yang dianggap menistakan agama Islam. Tindakan Ahok menyulut emosi masyarakat Indonesia terutama pemeluk agama islam sehingga mengakibatkan terjadinya demo di kota-kota besar Indonesia.

Keadaan Indonesia dari kondisi ekonomi maupun kondisi sosial/politik menjadi dasar dalam penelitian untuk mengetahui apakah ada keterkaitan antara faktor ekonomi dan faktor non ekonomi (sosial/politik) terhadap pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Bursa Efek Indonesia. Fenomena tersebut akan sangat menarik jika diteliti lebih mendalam.

Berdasarkan penjelasan latar belakang diatas, maka tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Untuk meneliti seberapa besar pengaruh faktor ekonomi Indonesia terhadap pergerakan IHSG sepanjang tahun 2015 sampai 2019.
- b. Untuk meneliti seberapa besar pengaruh faktor sisi non ekonomi Indonesia berupa faktor sosial/politik terhadap pergerakan IHSG sepanjang tahun 2015 sampai 2019.
- c. Untuk meneliti faktor manakah yang paling dominan antara faktor ekonomi dan faktor non ekonomi terhadap pergerakan IHSG sepanjang tahun 2015 ampai 2019.

2. KAJIAN LITERATUR

A. Teori Pasar Efisien

Pasar efisien (*market efficient*) adalah suatu kondisi dimana informasi tentang semua harga dapat diperoleh secara terbuka (Fahmi, 2015). Fama (dalam Jogiyanto, 2008) berpendapat bahwa suatu pasar sekuritas dikatakan efisien jika harga-harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia. Pasar efisien dapat didefinisikan dalam beberapa macam definisi, yaitu (a) definisi pasar efisien didasarkan pada nilai intrinsik sekuritas. (b) definisi pasar efisien

didasarkan pada akurasi dari harga sekuritas, (c) definisi pasar efisien didasarkan pada distribusi informasinya, (d) definisi pasar efisien didasarkan pada proses dinamik (Jogiyanto, 2008).

Investor menginginkan kondisi yang memberi berbagai kemudahan dalam informasi yang tersedia secara akurat dan cepat. Kemudahan dalam informasi mengakibatkan keputusan yang dibuat investor menjadi lebih cepat dan dapat dipertanggungjawabkan. Sebaliknya, jika kondisi pasar yang jauh dari keakuratan informasi menyebabkan timbulnya spekulasi yang berujung pada pasar yang tidak sehat (Fahmi, 2015). Kondisi pasar yang efisien memberikan kondisi harga yang tidak bias. Investor menginginkan berbagai informasi berlangsung secara baik dan terbuka tanpa ada yang ditutupi sehingga investor akan bereaksi untuk proses pengambilan keputusan. Dalam pasar efisien, reaksi investor sangat dipengaruhi oleh berbagai informasi yang masuk seperti informasi ekonomi, politik, hukum, budaya, sosial, dan keamanan (Fahmi, 2015).

B. Investor Sentiment

Investor sentiment dapat diartikan sebagai kecenderungan para investor untuk melakukan spekulasi. Kecenderungan tersebut sering dikaitkan dengan psikologi dari para investor (Chowdhury et al., 2014). Dalam kondisi yang positif, para investor akan mengikuti strategi investasi yang biasa mereka lakukan, namun dalam kondisi negatif, mereka akan mengambil keputusan dengan lebih banyak pertimbangan dan analisis (Schwars, 2002). Brown dan Cliff (2004), mendiskripsikan *sentiment* sebagai ekspektasi dari pelaku pasar modal terhadap sebuah norma. Rata – rata investor merupakan *zero sentiment person*, sedangkan *bullish (bearish)* investor mengharapkan tingkat *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan rata – rata investor. *Sentiment* yang tinggi dapat mendorong harga saham jauh dari nilai fundamentalnya.

Baker dan Wurgler (2007) menyatakan bahwa *Consumer confidence* merupakan keyakinan para konsumen tentang bagaimana kondisi situasi ekonomi yang sedang terjadi di suatu negara. Chen (2015) menyatakan bahwa keyakinan konsumen merupakan optimisme atau pesimisme dari para konsumen tentang keadaan ekonomi dan situasi finansial para konsumen tersebut. Sedangkan Celik, Aslanoglu, dan Deniz (2010) mengatakan

bahwa indeks keyakinan konsumen merupakan suatu komposisi yang digunakan untuk mengukur kemampuan dan kerelaan satu individual untuk membeli dengan harapan kemungkinan terdapat suatu tambahan informasi untuk menentukan tingkah laku konsumen.

Bolaman dan Mandaci (2014) berpendapat tentang hubungan keyakinan konsumen dengan harga saham. Apabila keyakinan konsumen bertambah, maka menandakan bahwa masyarakat cenderung menggunakan pendapatannya untuk membeli produk yang dijual oleh perusahaan. Sehingga perusahaan mendapatkan profit, dan profit tersebut dapat meningkatkan harga saham yang dimiliki perusahaan tersebut. Ketika harga saham perusahaan naik, maka akan mendorong indeks harga saham gabungan yang ada pada Bursa Efek Indonesia. Mereka juga mengungkapkan bahwa publikasi tentang indeks keyakinan konsumen memiliki psikologis terhadap harga pasar.

C. Arbitrage Pricing Theory

Arbitrage Pricing Theory (APT) merupakan sebuah teori yang ditemukan oleh Stephen A Ross pada tahun 1976. Konsep arbitrase dibuat berdasarkan prinsip dasar keuangan yang disebut hukum satu harga (*law of one price*). Hukum satu harga menyatakan bahwa sekuritas harus memiliki harga yang sama. Jika pengembalian yang diharapkan dari satu sekuritas dapat ditiru oleh sekumpulan sekuritas lain, maka harga sekumpulan sekuritas dan harga sekuritas yang ditiru harus sama (Fabozzi, 1999).

Pihak yang mengadakan arbitrase memperoleh laba tanpa risiko dengan melakukan pembelian murah di suatu pasar dan langsung menjualnya pada harga yang lebih tinggi di pasar lain (Husnan, 2005). Misalnya saham ABDA diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES). Saham ABDA dijual dengan harga Rp 925,- di BEJ, sedangkan saham ABDA di BES dijual dengan harga Rp 950,-. Investor dapat memperoleh laba tanpa menanggung risiko dengan melakukan *arbitrage* pada saham ABDA. Cara yang dapat dilakukan oleh investor untuk memperoleh keuntungan tanpa menanggung risiko adalah dengan membeli saham ABDA di BEJ sebesar Rp 925,- kemudian menjual saham ABDA tersebut ke BES seharga Rp 950,-. Rumus *arbitrage pricing theory* (Altay, 2003):

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_M + \epsilon_i$$

Keterangan:

- R_i : Return saham i
 α_i : Alpa saham i
 β_i : Beta saham i
 R_M : Return pasar
 ϵ_i : Random error

D. Penelitian Terdahulu

Lusiana Silim (2013) melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Variabel Makro Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan pada Bursa Efek Indonesia Periode 2002-2011”. Variabel dependen yang digunakan adalah IHSG, dan variabel independen yang digunakan adalah suku bunga, nilai tukar, harga minyak dunia, net ekspor, dan harga emas dunia. Variabel tersebut diuji menggunakan metode teknik analisis regresi. Hasil penelitian tersebut yaitu variabel suku bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap IHSG. Variabel harga minyak dunia berpengaruh positif dan signifikan terhadap IHSG. Variabel nilai tukar berpengaruh negatif dan signifikan terhadap IHSG. Variabel net ekspor berpengaruh negatif dan signifikan terhadap IHSG. Variabel harga emas dunia berpengaruh positif dan signifikan terhadap IHSG.

Sudarsono dan Suryanto (2005) melakukan penelitian dengan judul “News, Gejolak Sosial-Politik dan Indeks Harga Saham di Bursa Efek Jakarta”. Sudarsono dan Suryanto menggunakan variabel IHSG sebagai variabel dependen, sedangkan variabel independen yang digunakan adalah tingkat suku bunga di Indonesia, tingkat suku bunga di Amerika Serikat, tingkat suku bunga di Jepang, tingkat suku bunga di Singapore, tingkat suku bunga di Inggris, kurs tengah dolar AS terhadap rupiah, kurs tengah yen terhadap rupiah, kurs tengah dolar Singapura terhadap rupiah, kurs tengah poundsterling terhadap rupiah, tingkat pertumbuhan pendapatan nasional, laju inflasi, ratio leverage, laju pertumbuhan laba bersih, laju pertumbuhan penjualan, *return on equity*, indeks sosial-politik (peringkat Standard & Poor’s). Sudarso dan suryanto menggunakan teknik analisis regresi.

Hasil dari penelitian yang dilakukan oleh Sudarsono dan Suryanto adalah Variabel tingkat bunga AS tidak signifikan terhadap IHSG. Tingkat bunga singapura tidak signifikan terhadap IHSG. Tingkat bunga inggris tidak signifikan terhadap

IHSG. Tingkat inflasi tidak signifikan terhadap IHSG. Kurs tengah poundsterling terhadap rupiah tidak signifikan terhadap IHSG. Tingkat suku bunga di Indonesia signifikan terhadap IHSG. Tingkat suku bunga di Jepang signifikan terhadap IHSG. Kurs tengah dolar AS terhadap rupiah signifikan terhadap IHSG. Kurs tengah yen terhadap rupiah signifikan terhadap IHSG. Kurs tengah dolar Singapura terhadap rupiah signifikan terhadap IHSG. Tingkat pertumbuhan pendapatan nasional signifikan terhadap IHSG. *Ratio leverage* signifikan terhadap IHSG. Laju pertumbuhan laba bersih signifikan terhadap IHSG. Laju pertumbuhan penjualan signifikan terhadap IHSG. *Return on equity* signifikan terhadap IHSG. Indeks sosial-politik signifikan terhadap IHSG.

Weka Nanda Sari dan Agung Nugroho Jati (2014) melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Peristiwa Politik dalam Negeri terhadap Indeks Harga Saham Gabungan”. Variabel yang digunakan yaitu IHSG sebagai variabel dependen dan Peristiwa pemilihan umum presiden dan wakil presiden, Peristiwa pengumuman resmi KPU, Peristiwa pengumuman MK terkait sengketa pilpres, Peristiwa pelantikan presiden dan wakil presiden, Peristiwa pengumuman menteri kabinet kerja sebagai variabel independen. Teknik analisis yang digunakan untuk menguji variabel adalah teknik analisis regresi. Penelitian Weka Nanda Sari dan Agung Nugroho Jati menghasilkan variabel pemilihan presiden signifikan terhadap IHSG. Variabel pengumuman KPU tidak signifikan terhadap IHSG. Variabel keputusan MK tidak signifikan terhadap IHSG. Variabel pelantikan presiden signifikan terhadap IHSG. Variabel pengumuman menteri kabinet tidak signifikan terhadap IHSG.

Dwi Wahyu Prasetyono (2010) melakukan penelitian dengan judul “Analisis Pengaruh Faktor Fundamental Ekonomi Makro Dan Harga Minyak Terhadap Saham LQ45 Dalam Jangka Pendek Dan Jangka Panjang”. Variabel yang digunakan berupa Saham LQ45 sebagai variabel dependen dan Pertumbuhan Ekonomi, Tingkat Bunga SBI, Kurs Rupiah terhadap Dollar, Harga Minyak sebagai variabel independen. Hasil yang ditemukan oleh Dwi Wahyu Prasetyono yaitu berdasarkan hasil estimasi jangka pendek, variabel pertumbuhan ekonomi signifikan dan berpengaruh positif terhadap saham LQ45. variabel suku bunga SBI

tidak signifikan dan berpengaruh negatif terhadap saham LQ45. variabel kurs tidak signifikan dan berpengaruh negatif terhadap saham LQ45. variabel harga minyak tidak signifikan dan berpengaruh positif terhadap saham LQ45. Sedangkan berdasarkan hasil estimasi jangka panjang, variabel pertumbuhan ekonomi tidak signifikan dan berpengaruh negatif terhadap saham LQ45. variabel suku bunga SBI tidak signifikan dan berpengaruh negatif terhadap saham LQ45. variabel kurs tidak signifikan dan berpengaruh negatif terhadap saham LQ45. variabel harga minyak tidak signifikan dan berpengaruh positif terhadap saham LQ45.

Muhammad Aminul Wahid (2018) menyusun skripsi dengan judul “Analisis Pengaruh Stabilitas Politik dan Faktor Ekonomi terhadap Jakarta Islamic Index (JII)”. Variabel yang digunakan yaitu Jakarta Islamic Index sebagai variabel dependen dan Dow Jones Islamic Market World Index, inflasi, stabilitas politik sebagai variabel independen. Variabel tersebut diuji menggunakan teknik analisis regresi panel. Hasil penelitian M. Aminul Wahid membuktikan bahwa variabel inflasi berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap JII. Variabel Dow Jones Islamic Market World Index berpengaruh positif dan signifikan terhadap JII. Variabel stabilitas politik berpengaruh positif dan signifikan terhadap JII. Variabel stabilitas politik, Inflasi, dan Dow Jones Islamic Market World Index secara simultan berpengaruh positif terhadap harga saham di Jakarta Islamic Index.

I Gusti Ayu Purnamawati dan Desak Nyoman Sri Werastuti (2013) melakukan penelitian dengan judul “Faktor Fundamental Ekonomi Makro Terhadap Harga Saham LQ45”. Variabel yang digunakan dalam penelitian yaitu saham LQ45 sebagai variabel dependen dan laju Pertumbuhan Ekonomi, Inflasi, Kurs, Suku Bunga SBI sebagai variabel independen. Variabel tersebut diuji menggunakan teknik analisis ECM. Penelitian I Gusti Ayu Purnamawati dan Desak Nyoman Sri Werastuti berhasil mengungkapkan bahwa Variabel laju pertumbuhan ekonomi mempunyai pengaruh negatif dalam jangka pendek dan jangka panjang pada harga saham LQ45. Variabel inflasi mempunyai pengaruh positif dalam jangka pendek dan jangka panjang pada harga saham LQ45. Variabel Nilai kurs mempunyai pengaruh negatif dalam jangka pendek pada harga saham LQ45,

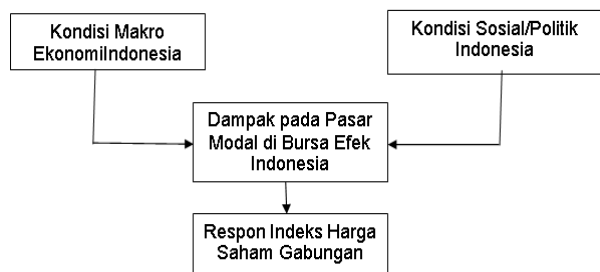
namun mempunyai pengaruh positif dalam jangka panjang pada harga saham LQ45. Variabel tingkat suku bunga SBI mempunyai pengaruh yang negatif dalam jangka pendek dan jangka panjang pada harga saham LQ45.

Erdoğan Altay melakukan penelitian dengan judul “*The Effect of Macroeconomic Factors on Asset Returns: A Comparative Analysis of the German and the Turkish Stock Markets in an APT Framework*”. Teknik analisis yang digunakan oleh Erdoğan Altay adalah APT. Erdoğan Altay menggunakan variabel pengembalian asset rata-rata (*Return Average*) untuk variabel dependen. Erdoğan Altay membandingkan 2 negara dalam menganalisis pengembalian asset rata-rata, yaitu negara Jerman dan Turki. Variabel independen yang digunakan untuk menganalisis *return average* pada negara Jerman adalah Indeks Harga Konsumen, Indeks Harga Grosir, Impor, Ekspor, Nilai tukar mata uang asing, rata-rata imbal balik hasil obligasi publik, Indeks Produksi industri, suku bunga pasar uang. Sedangkan variabel independen yang digunakan untuk negara Turki adalah Indeks harga konsumen, indeks harga grosir, impor, ekspor, nilai tukar mata uang asing, rata-rata imbal hasil obligasi publik, indeks produksi industri, suku bunga pasar uang. Hasil penelitian Erdoğan Altay mengungkap bahwa pada pasar Saham Jerman, Variabel suku bunga signifikan terhadap variabel pengembalian asset rata-rata. Variabel inflasi signifikan terhadap variabel pengembalian asset rata-rata. Sedangkan pada pasar Saham Turki, Variabel suku bunga signifikan terhadap variabel pengembalian asset rata-rata. Variabel inflasi signifikan terhadap variabel pengembalian asset rata-rata.

Sezgin Acikalin, Rafet Aktas, dan Sayfitin Unal melakukan penelitian dengan judul “*Relationships Between Stock Markets and Macroeconomic Variables: an Empirical Analysis of the Istanbul Stock Exchange*”. Variabel yang digunakan adalah variabel ISEE sebagai variabel dependen, sedangkan variabel independennya adalah PDB, kurs, suku bunga, dan deposito. Teknik analisis yang digunakan adalah VECM. Penelitian mereka berhasil mengungkap bahwa dalam hubungan jangka panjang, variabel PDB, kurs, suku bunga dan deposito memiliki pengaruh signifikan terhadap ISE, sedangkan dalam hubungan jangka

pendek, variabel PDB, Kurs, dan deposito memiliki pengaruh signifikan terhadap ISE.

E. Kerangka Pikir



Gambar 1. Kerangka Pikir Penelitian

Kondisi makro ekonomi dan kondisi sosial/politik dalam negeri mempunyai kandungan informasi bagi investor sehingga diprediksi akan menimbulkan dampak bagi pasar modal. Dampak tersebut diprediksi akan memicu perubahan kondisi saham dalam negeri yang dapat dilihat melalui respon IHSG.

F. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan teori yang telah dijelaskan diatas, maka hipotesis yang sesuai untuk penelitian yaitu :

Hipotesis 1: Terdapat keterkaitan antara faktor ekonomi terhadap Indeks Harga Saham Gabungan.

Hipotesis 2: Terdapat keterkaitan antara faktor non ekonomi (sosial/politik) terhadap Indeks Harga Saham Gabungan.

3. METODOLOGI PENELITIAN

A. Pendekatan Penelitian

Metode pendekatan yang dipakai dalam penelitian adalah pendekatan kuantitatif. Metode pendekatan kuantitatif merupakan sebuah metode pendekatan yang digunakan dalam penelitian berlandaskan filsafat positivism dan dapat berfungsi untuk meneliti populasi atau sampel tertentu dengan tujuan untuk menguji hipotesis (Sugiyono, 2017). Peneliti menggunakan pendekatan kuantitatif karena pendekatan kuantitatif mampu mengungkap faktor-faktor yang mempengaruhi variabel IHSG melalui pengujian teori.

B. Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian adalah data sekunder dalam bentuk *time series*. Data *time series* dalam penelitian menggunakan data bulanan dari bulan Januari 2015 hingga bulan Agustus 2019. Data tersebut merupakan data

sekunder yang diperoleh dari berbagai sumber yang sudah tersedia. Data sekunder dapat berupa dokumentasi, publikasi, karya ilmiah, ataupun catatan khusus dari dinas atau lembaga dan pihak-pihak tertentu yang berhubungan dengan penelitian (Sekaran, 2011). Data yang bersumber dari Bursa Efek Indonesia adalah data statistik tentang indeks harga saham gabungan.

Data yang bersumber dari Kementerian Perdagangan Republik Indonesia adalah data statistik jumlah uang beredar dan nilai tukar. Data yang bersumber dari Badan Pusat Statistik merupakan data inflasi dan BI Rate. Data yang bersumber dari Bank Indonesia adalah data statistik dan hasil survey konsumen yang dilakukan oleh Bank Indonesia berupa indeks keyakinan konsumen, indeks kondisi ekonomi saat ini, dan indeks ekspektasi konsumen.

C. Identifikasi Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian antara lain Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), Jumlah Uang Beredar (JUB), Inflasi, Nilai Tukar/Kurs, BI Rate, Indeks Keyakinan Konsumen (IKK), Indeks Keyakinan Ekonomi saat ini (IKE), dan Indeks Ekspektasi Konsumen (IEK). Adapun definisi setiap variabel yang digunakan dalam penelitian :

- a. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)
Data IHSG yang digunakan adalah data yang bersumber dari Bursa Efek Indonesia selama bulan Januari 2015 hingga bulan Agustus 2019. Indeks harga saham gabungan dinyatakan dalam satuan poin.
- b. Jumlah Uang Beredar (JUB)
Data JUB yang digunakan adalah data JUB M2 yang bersumber dari Kementerian Perdagangan Republik Indonesia selama bulan Januari 2015 hingga bulan Agustus 2019. Nilai JUB dinyatakan dalam satuan milyar rupiah.
- c. Inflasi
Data Inflasi yang digunakan adalah data Inflasi yang bersumber dari Badan Pusat Statistik selama bulan Januari 2015 hingga bulan Agustus 2019. Data inflasi bulanan dinyatakan dalam persen.
- d. Nilai Tukar/kurs
Data nilai tukar yang digunakan dalam penelitian adalah data nilai tukar rupiah terhadap dollar AS yang diterbitkan secara bulanan dan dinyatakan dalam satuan rupiah.

- Data Nilai Tukar bersumber dari Kementerian Perdagangan Republik Indonesia selama bulan Januari 2015 hingga bulan Agustus 2019.
- e. BI Rate
Data BI Rate yang digunakan adalah data yang bersumber dari Bank Indonesia selama bulan Januari 2015 hingga bulan Agustus 2019. Data BI Rate dinyatakan dalam satuan persen.
 - f. Indeks Keyakinan Konsumen (IKK)
Data Indeks Keyakinan Konsumen (IKK) bersumber dari hasil survey yang dilakukan oleh Bank Indonesia. Data IKK menggunakan rentang waktu selama bulan Januari 2015 hingga bulan Agustus 2019.
 - g. Indeks Kondisi Ekonomi saat ini (IKE)
Data Indeks Kondisi Ekonomi saat ini (IKE) bersumber dari hasil survey yang dilakukan oleh Bank Indonesia. Data IKE menggunakan rentang waktu selama bulan Januari 2015 hingga bulan Agustus 2019.
 - h. Indeks Ekspektasi Konsumen (IEK)
Data Indeks Ekspektasi Konsumen (IEK) bersumber dari hasil survey yang dilakukan oleh Bank Indonesia. Data IEK menggunakan rentang waktu selama bulan Januari 2015 hingga bulan Agustus 2019.
 - i. Cut of Gejolak Sosial/Politik
Peristiwa yang dijadikan sebagai *cut of* adalah Pilkada DKI putaran kedua. DKI Jakarta kembali melakukan pemilihan Kepala Daerah dan Wakil Kepala Daerah putaran kedua pada bulan April 2017. Tersisa dua pasangan calon Kepala Daerah dan Wakil Kepala Daerah yaitu Anies Baswedan yang berpasangan dengan Sandiaga Uno, dan Basuki Tjahaja Purnama (Ahok) yang berpasangan dengan Djarot Saiful Hidayat. Namun pada saat menjelang berlangsungnya Pilkada DKI, Indonesia mengalami gejolak politik yang menjalar ke ranah gejolak sosial. Peristiwa tersebut terjadi ketika masa kampanye Pilkada DKI Jakarta. Peristiwa tersebut bermula ketika salah satu calon gubernur DKI yang bernama Basuki Tjahaya Purnama atau kerap disapa Ahok melakukan kampanye yang dianggap mengandung unsur SARA. Pada saat melakukan kampanye, Ahok mengutip Surah Al-Maida ayat 51. Tindakan yang dilakukan Ahok dianggap menistakan agama Islam. Setelah kejadian Surah Al Maida 51, Ahok

ditolak di beberapa daerah ketika akan melakukan kampanye karena dituding sebagai penista agama. Pemeluk agama Islam melakukan demo di kota-kota besar Indonesia sebagai aksi bela islam dan menuntut Ahok untuk diadili.

D. Metode Analisis Data

Peneliti menggunakan metode analisis *Vector Auto Regression* (VAR). Metode VAR pertama kali ditemukan oleh Sims pada tahun 1980. Model VAR digunakan untuk memecahkan masalah hubungan antar variabel sehingga dapat diestimasi tanpa perlu menitikberatkan masalah *eksogenitas*. Model VAR menganggap semua variabel yang ada di penelitian sebagai variabel *endogen* dan estimasi dapat dilakukan secara serentak dan *sekuensial* (Ariefianto, 2012). Model VAR secara sistematis dapat dilihat pada persamaan berikut (Thomas, 1997):

$$Z_t = \sum_{i=1}^k A_i Z_{t-i} + \varepsilon_t$$

Keterangan :

Z_t = Vektor kolom observasi waktu t semua peubah

Z_{t-1} = Vektor kolom dari nilai random penggangu

A_i = Matriks parameter yang tidak bernilai 0

ε = vector error

Penelitian ini menggunakan model VAR yang berfokus pada variabel IHSG, sedangkan model VAR yang digunakan dalam penelitian dapat dilihat pada persamaan berikut:

Keterangan :

$$\Delta \text{IHSG}_t = \alpha_1 + \alpha_2 \text{IHSG}_{t-1} + \sum_{i=1}^k \alpha_{i2} (\Delta \text{IHSG}_{t-i}) + \sum_{i=1}^k \alpha_{i3} (\Delta \text{IKK}_{t-i}) + \sum_{i=1}^k \alpha_{i4} (\Delta \text{IEK}_{t-i}) + \sum_{i=1}^k \alpha_{i5} (\Delta \text{BI Rate}_{t-i}) + \sum_{i=1}^k \alpha_{i6} (\Delta \text{DKURS}_{t-i}) + \sum_{i=1}^k \alpha_{i7} (\Delta \text{IKK}_{t-i}) + \sum_{i=1}^k \alpha_{i8} (\Delta \text{IEK}_{t-i}) + \sum_{i=1}^k \alpha_{i9} (\Delta \text{BI Rate}_{t-i}) + \varepsilon_t$$

Δ = Nilai *first difference*

e = *error correction terms* dari regresi keseimbangan jangka panjang

t = periode

$i-k$ = *lag length*

ε = *error term*

Sedangkan untuk model struktural VAR adalah sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \Delta \text{IHSG}_t = & -0.476188276527 \cdot \Delta \text{IHSG}_{t-1} - 7.05209057705 \cdot \Delta \text{IKK}_{t-1} - 0.017653656547993 \cdot \Delta \text{DKURS}_{t-1} \\ & + 0.000332017095722 \cdot \Delta \text{IUU}_{t-1} + 7.66795714993 \cdot \Delta \text{IEK}_{t-1} + 178.779514581 \cdot \Delta \text{BI Rate}_{t-1} \\ & - 1.1127251746 \cdot \Delta \text{IKK}_{t-2} + 94.3977994068 \cdot \Delta \text{INPLAS}_{t-2} + 3.79418364109 \end{aligned}$$

E. Uji Stasioner

Uji stasioner perlu digunakan dalam analisis data yang menggunakan data *time series*. Uji

stasioneritas dilakukan untuk menghindari regresi lancung yang berakibat pada semua hasil analisis yang diperoleh. Uji stasioneritas dilakukan dengan menggunakan *Augmented Dickey-Fuller (ADF) test* sesuai dengan bentuk *trend* deterministik yang dikandung oleh setiap variabel. Apabila hasil pengujian data memperoleh hasil stasioner pada tingkat level, maka dalam menganalisis data harus menggunakan VAR dengan metode standar. Namun apabila hasil pengujian data tidak stasioner pada tingkat level, maka menggunakan pengujian model VAR dalam bentuk *difference*.

F. Lag Optimal

Penentuan *lag optimal* dalam penelitian berdasarkan nilai dari lag yang paling optimal dengan menggunakan kriteria seperti *Akaike Information Criteria (AIC)*, *Schwartz Information Criteria (SC)*, *Hannan Quinn (HQ)*, *Likelihood Ration (LR)*, dan *Final Prediction Error (FPE)*. Besarnya nilai lag optimal ditentukan oleh nilai kriteria SC/AIC yang terkecil.

Berikut adalah kriteria yang digunakan untuk mengetahui jumlah lag optimal yang akan digunakan (Enders, 1995) :

$$AIC = T \log | \Sigma | + 2 N$$

$$SBC = T \log | \Sigma | + N \log (t)$$

Dengan kriteria informasi AIC dan SBC, kriteria yang dipilih adalah kriteria yang mempunyai jumlah paling kecil. Adapun cara lain yang digunakan untuk menentukan model lag optimal yaitu menggunakan persamaan SC. Persamaan SC dapat dilihat pada peramaan berikut (Nugroho, 2009) :

$$SC = AIC (q) + \left(\frac{q}{T} \right) (\log T - 1)$$

$$AIC = \log | \Sigma \epsilon^2 t / N | + 2K / N$$

Keterangan :

q = jumlah variabel

T = jumlah observasi

AIC = *Akaike Info Criterion*

$\Sigma \epsilon^2 t$ = Jumlah residu kuadrat

N = jumlah sampel

K = jumlah variabel

G. Impulse Response Function

Impulse Response Function (IRF) berfungsi untuk melihat respon variabel dalam penelitian terhadap guncangan (*shock*) yang dialami oleh satu variabel terhadap variabel itu sendiri atau terhadap variabel lain dalam suatu periode tertentu (Iqbal, 2019). IRF dapat menemukan dampak gangguan

sebesar 1 standar *error* sebagai sebuah inovasi terhadap suatu variabel endogen terhadap variabel *endogen* lainnya. Inovasi dalam 1 variabel akan berdampak secara langsung terhadap variabel yang bersangkutan, kemudian diteruskan ke seluruh variabel *endogen* lainnya melalui struktur VAR (Nugroho, 2009).

H. Varian Decomposition

Varian Decomposition berfungsi untuk menjelaskan pentingnya peran setiap variabel dalam sistem VAR karena adanya shock. Sedangkan dalam VECM, *Varian Decomposition* digunakan untuk menampilkan analisis peran dari variabel terhadap variabel lain di dalam kondisi adanya penyesuaian variabel terhadap variabel *trend* jangka panjang dan kointegrasi. *Variance decomposition* dapat meninjau kekuatan dan kelemahan dari masing-masing variabel dalam mempengaruhi variabel lainnya dengan rentang waktu yang panjang (Nugroho, 2009).

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Uji Stasioneritas

Analisis model ekonometrika time series memiliki syarat stasioner agar terhindar dari regresi lancung (*spurious regression*) (Nugroho, 2009). Suatu data dikatakan stasioner apabila nilai rata-rata dan variannya untuk berbagai lag yang berbeda nilainya adalah konstan sepanjang waktu (Gujarati, 2003). Untuk melihat hasil uji stasioneritas data dapat dilihat pada Tabel 1 berikut :

Tabel 1

Tabel Hasil Uji Stasioner Tingkat Level

Variabel	Nilai ADF	Nilai Kritis	Keterangan
IHSG	-6.668555	-1.946878	Stasioner
JUB	-0.628917	-1.947520	Tidak Stasioner
INFLASI	-0.498780	-1.947520	Tidak Stasioner
KURS	-8.968713	-1.946878	Stasioner
BI RATE	-1.693004	-2.917650	Tidak Stasioner
IKK	-7.905932	-1.946878	Stasioner
IKE	-6.415216	-1.946996	Stasioner
IEK	-9.343003	-1.946878	Stasioner

Sumber : Output Eviews

Pada uji stasioner tingkat level terdapat 6 variabel yang dinyatakan stasioner dan 3 variabel yang dinyatakan tidak stasioner sehingga perlu melakukan uji stasioner *first different*. Hasil uji stasioner *first different* dapat dilihat pada Tabel 2.

Berdasarkan Tabel 2, dapat diketahui bahwa seluruh variabel sudah stasioner pada tingkat *first different*. Syarat stasioneritas telah terpenuhi karena masing-masing nilai ADF lebih tinggi dari

nilai kritis Mac Kinnon 5%. Langkah selanjutnya sebelum menuju ke uji kointegrasi adalah menentukan lag optimal dari data yang digunakan.

Tabel 2

Tabel Hasil Uji Stasioner Tingkat *First Different*

Variabel	Nilai ADF	Nilai Kritis	Keterangan
IHSG	-13.10329	-1.946996	Stasioner
JUB	-9.670136	-1.947520	Stasioner
INFLASI	-8.152439	-1.947520	Stasioner
KURS	-8.357183	-1.947248	Stasioner
BI RATE	-4.987216	-2.916566	Stasioner
IKK	-5.370663	-1.947665	Stasioner
IKE	-9.361405	-1.947381	Stasioner
IEK	-9.640728	-1.947381	Stasioner

Sumber : Output Views

B. Lag Optimal

Penentuan lag optimal dalam penelitian berdasarkan nilai dari lag yang paling optimal dengan menggunakan kriteria seperti *Akeike Information Criteria (AIC)*, *Schwartz Information Criteria (SC)*, *Hannan Quinn (HQ)*, *Likelihood Ration (LR)*, dan *Final Prediction Error (FPE)*. Besarnya nilai lag optimal ditentukan oleh nilai kriteria SC/AIC yang terkecil. Berikut adalah kriteria yang digunakan untuk mengetahui jumlah lag optimal yang akan digunakan (Enders, 1995) :

$$AIC = T \log | \sum | + 2 N$$

$$SBC = T \log | \sum | + N \log (t)$$

Hasil penentuan lag optimal dapat dilihat pada Tabel 3.

Tabel 3
Hasil Uji Lag Optimal

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1808.427	NA	3.03e+20	69.86257	70.16276	69.97766
1	-1648.224	264.9513	7.70e+18	66.16245	68.86417*	67.19823
2	-1579.601	92.37723	7.65e+18	65.98464	71.08789	67.94111
3	-1475.640	107.9587	2.69e+18	64.44771	71.95249	67.32487
4	-1350.210	91.66075*	7.92e+17*	62.08500*	71.99131	65.88284*

Sumber : Output Views

Berdasarkan hasil uji lag optimal pada Tabel 3, dapat diketahui bahwa terdapat 5 kandidat lag optimal yaitu lag satu sebanyak 1 buah asterik, dan lag empat sebanyak 4 buah asterik. Lag optimal berada pada lag 4 karena kriteria *HQ*, *AIC* dan *FPE* menunjukkan nilai terkecilnya pada lag 4 sehingga tidak berkurang *degree of freedom* dan efisiensi dari model.

C. Vector Auto Regression

Untuk menguji stabil atau tidaknya estimasi VAR yang telah ditentukan maka dilakukan *VAR condition stability check* yakni berupa *roots of characteristic polynominal*. Suatu model VAR dikatakan stabil jika seluruh *roots*nya memiliki *modulus* lebih kecil dari 1 (Gujarati, 2003). Berikut

ini hasil uji stabilitas VAR yang disajikan dalam tabel berikut ini:

Tabel 4
Hasil Uji Stabilitas VAR

Root	Modulus
0.955521	0.955521
-0.252845 - 0.364515i	0.443624
-0.252845 + 0.364515i	0.443624
-0.415488	0.415488
0.111587 - 0.399273i	0.414572
0.111587 + 0.399273i	0.414572
-0.354899	0.354899
0.107526	0.107526

Sumber : Output Views

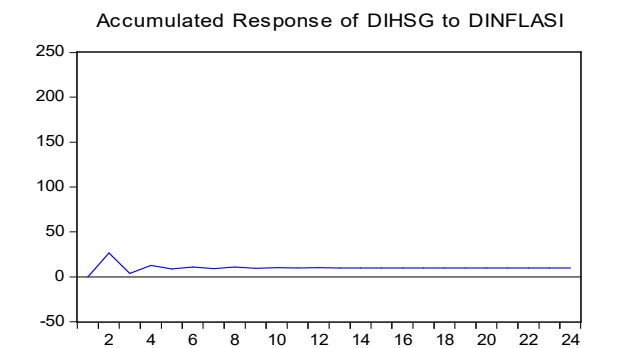
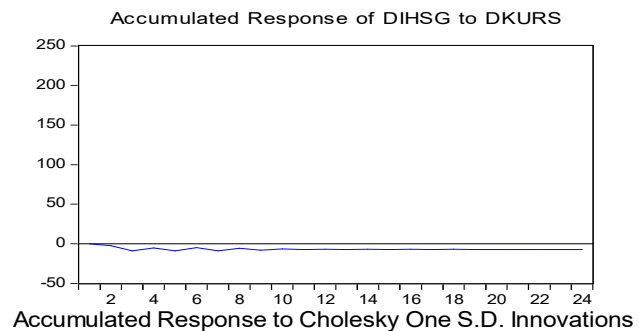
Dari Tabel 4, terlihat bahwa tidak ada nilai akar karakteristik dan *modulus* yang lebih dari 1.

D. Impulse Response Function

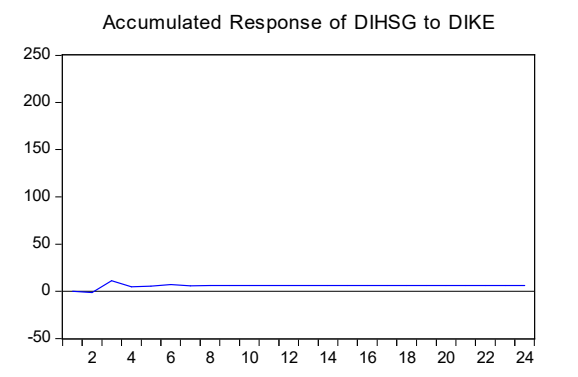
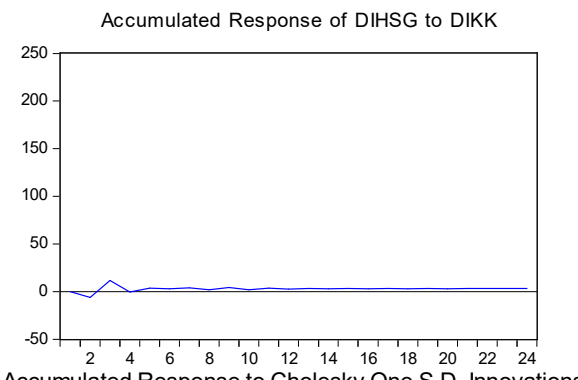
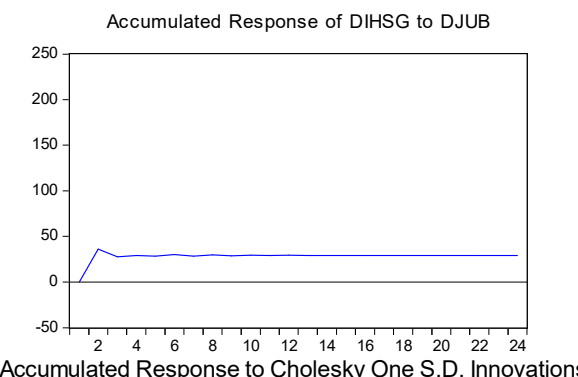
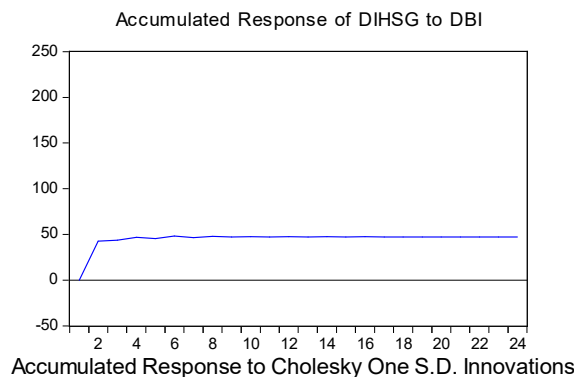
Untuk mengetahui dampak dari *shock* terhadap variabel IHSG, maka dilakukan *Impulse Response Function (IRF)*. IRF memberikan arah hubungan besarnya pengaruh antar variabel.

a. *Impulse Respon Function* periode Januari 2015 – Agustus 2019.

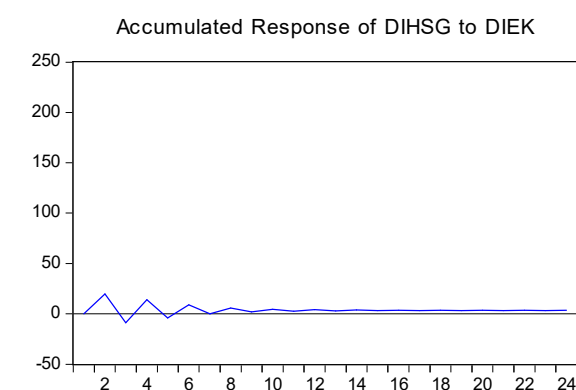
Accumulated Response to Cholesky One S.D. Innovations



Accumulated Response to Cholesky One S.D. Innovations



Accumulated Response to Cholesky One S.D. Innovations



Sumber : Output Eviews

Grafik 1

Hasil Uji *Impulse Response Function* periode Januari 2015 - Agustus 2019

Berdasarkan Grafik 1, dapat dilihat bahwa *shock* faktor ekonomi berupa variabel kurs direspon negatif oleh IHSB. *Shock* variabel BI Rate, inflasi, dan JUB direspon positif oleh IHSB. Sedangkan *shock* faktor non ekonomi yaitu variabel IKK, IKE, dan IEK direspon positif oleh IHSB. Namun pada variabel IKK dan IEK tidak mempengaruhi pergerakan IHSB pada periode 7-24. Variabel IKK dan IEK hanya mempengaruhi pergerakan IHSB pada periode 1-6.

Berdasarkan hasil uji *impulse response function* menunjukkan bahwa pada periode Januari 2015-Agustus 2019, terdapat 1 variabel ekonomi yang direspon negatif oleh IHSB yaitu kurs, serta terdapat 3 variabel ekonomi yang direspon positif oleh IHSB yaitu inflasi, BI Rate, dan JUB. Sedangkan seluruh variabel non ekonomi berupa IKK, IEK dan IKE direspon positif oleh IHSB.

Berdasarkan respon tersebut maka dapat disimpulkan adanya *trade off* antara kurs terhadap IHSB. Ketika kurs mengalami kenaikan, para investor cenderung memilih untuk tidak menanamkan modalnya atau menurunkan penanaman modalnya di pasar modal sehingga akan menurunkan IHSB, dan sebaliknya ketika kurs mengalami penurunan, para investor cenderung untuk menanamkan modalnya di pasar modal sehingga IHSB mengalami kenaikan.

Pada variabel inflasi, BI Rate, dan JUB tidak mengalami *trade off*. Ketika Inflasi mengalami kenaikan, para investor cenderung untuk menanamkan modalnya di pasar modal sehingga IHSB mengalami kenaikan dan sebaliknya ketika inflasi mengalami penurunan, para investor

cenderung memilih untuk tidak menanamkan modalnya sehingga IHSG mengalami penurunan. Begitu juga dengan BI Rate dan JUB. Ketika BI Rate dan JUB mengalami kenaikan, para investor cenderung untuk menanamkan modalnya di pasar modal sehingga IHSG mengalami kenaikan dan sebaliknya ketika BI Rate dan JUB mengalami penurunan, para investor cenderung memilih untuk tidak menanamkan modalnya sehingga IHSG mengalami penurunan.

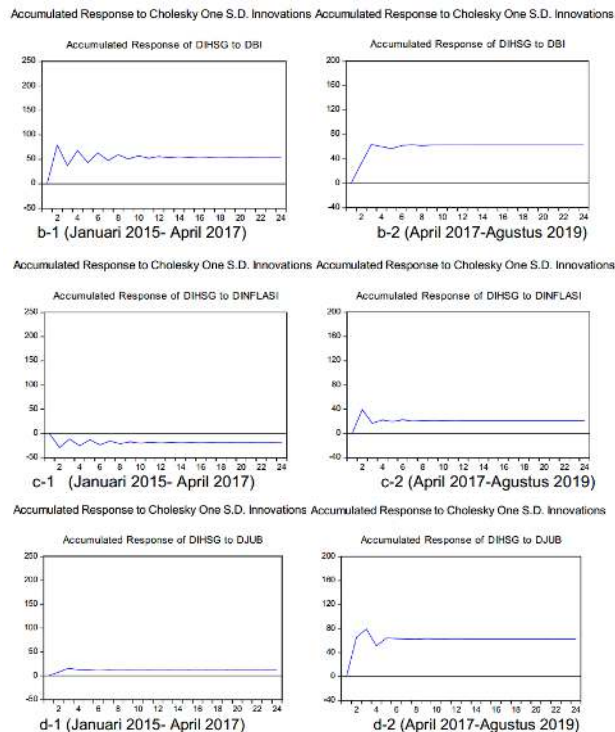
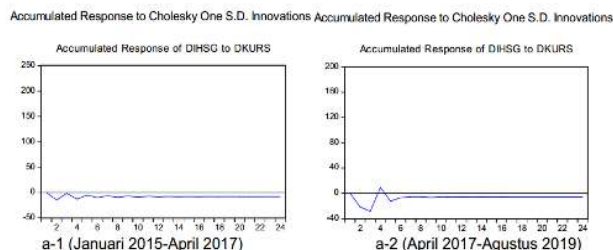
Faktor non ekonomi (IKK, IKE dan IEK) tidak mengalami *trade off* seperti yang terjadi pada beberapa faktor ekonomi diatas. Dapat diketahui bahwa ketika faktor non ekonomi mengalami kenaikan, para investor cenderung untuk menanamkan modalnya di pasar modal sehingga IHSG mengalami kenaikan dan sebaliknya ketika faktor non ekonomi mengalami penurunan, para investor cenderung memilih untuk tidak menanamkan modalnya sehingga IHSG mengalami penurunan.

Berdasarkan temuan diatas, dapat diketahui bahwa hasil diatas sesuai dengan hipotesis 1 dan 2 karena *shock* variabel faktor ekonomi dan faktor ekonomi memiliki keterkaitan terhadap pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan di Indonesia.

b. *Cut of Impulse Respon Function* saat Gejolak Sosial/Politik

Gejolak politik berawal ketika kampanye yang dilakukan oleh Ahok pada Pilkada Jakarta sehingga mencuat isu nasional. Perkataan Ahok tentang surah Al-Maida Ayat 51 menyulut emosi umat Islam sehingga mengakibatkan adanya aksi demo di kota-kota besar Indonesia. Januari 2016 sampai April 2017 merupakan periode sebelum gejolak dan April 2017 sampai Agustus 2019 merupakan periode sesudah gejolak.

Apabila mengamati respon IHSG terhadap faktor ekonomi dan non ekonomi berdasarkan gejolak sosial/politik yang terjadi ketika sebelum dan sesudah gejolak yang disebabkan oleh Pilkada Jakarta sehingga mencuat isu nasional, maka hasilnya adalah sebagai berikut:



Sumber : Output Eviews

Grafik 2
Impulse Response Function IHSG terhadap Faktor Ekonomi sebelum dan sesudah Gejolak Sosial/Politik

Berdasarkan Grafik 2, variabel kurs sebelum (a-1) dan sesudah (a-2) gejolak sosial/politik direspon negatif oleh IHSG. Variabel kurs tidak mengalami perubahan respon oleh IHSG karena hasil uji IRF menunjukkan bahwa IHSG merespon negatif baik sebelum maupun sesudah gejolak. Artinya pada sebelum dan sesudah gejolak, apabila kurs meningkat maka IHSG akan menurun dan sebaliknya jika kurs menurun maka IHSG akan meningkat.

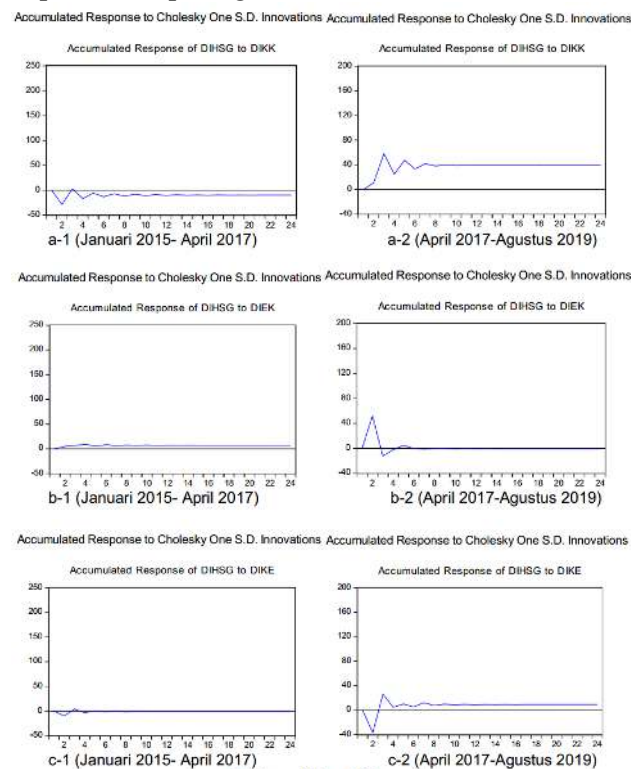
Shock variabel BI Rate sebelum (b-1) dan sesudah (b-2) gejolak sosial/politik direspon positif oleh IHSG. Variabel BI Rate tidak mengalami perubahan respon oleh IHSG karena hasil uji IRF menunjukkan bahwa IHSG merespon positif baik sebelum maupun sesudah gejolak. Artinya pada sebelum dan sesudah gejolak, apabila BI Rate meningkat maka IHSG juga akan meningkat.

Respon IHSG terhadap *shock* variabel Inflasi sebelum (c-1) dan sesudah (c-2) gejolak sosial/politik menggambarkan respon yang berbeda karena menunjukkan adanya perubahan respon dari positif ke negatif atau sebaliknya. *Shock* variabel Inflasi sebelum (c-1) gejolak sosial/politik direspon

negatif oleh IHSB. Artinya, apabila Inflasi meningkat maka IHSB akan menurun. Namun ketika sesudah (c-2) gejala, *shock* variabel inflasi direspon positif oleh IHSB. Artinya, apabila inflasi meningkat maka IHSB juga akan meningkat.

Respon IHSB terhadap *shock* variabel JUB sebelum (d-1) dan sesudah (d-2) gejala sosial/politik menggambarkan respon yang sama karena tidak menunjukkan adanya perubahan respon dari positif ke negatif atau sebaliknya. *Shock* variabel JUB sebelum (d-1) dan sesudah (d-2) gejala sosial/politik direspon positif oleh IHSB. Artinya, apabila JUB meningkat maka IHSB juga akan meningkat, dan sebaliknya jika JUB menurun maka IHSB juga akan menurun.

Respon IHSB terhadap faktor non ekonomi dapat dilihat pada grafik berikut:



Sumber : Output Views

Grafik 3

Impulse Response Function IHSB terhadap Faktor Non Ekonomi sebelum dan sesudah Gejala Sosial/Politik

Berdasarkan Grafik 3, *shock* variabel IKK sebelum dan sesudah gejala sosial/politik menggambarkan respon yang berbeda karena menunjukkan adanya perubahan respon dari positif ke negatif atau sebaliknya. *Shock* variabel IKK sebelum (a-1) gejala sosial/politik direspon

negatif oleh IHSB. Artinya, apabila IKK meningkat maka IHSB akan menurun. Namun *shock* variabel IKK ketika sesudah (a-2) gejala sosial/politik direspon positif oleh IHSB. Artinya, apabila IKK meningkat maka IHSB juga akan meningkat.

Respon IHSB terhadap *shock* variabel IEK sebelum dan sesudah gejala sosial/politik menggambarkan respon yang sama karena tidak menunjukkan adanya perubahan respon dari positif ke negatif atau sebaliknya. *Shock* variabel IEK sebelum sesudah gejala sosial/politik direspon positif oleh IHSB. Artinya, apabila IEK meningkat maka IHSB juga akan meningkat, dan sebaliknya jika IEK menurun maka IHSB juga akan menurun.

Pada *shock* variabel berikutnya, respon IHSB terhadap *shock* variabel IKE sebelum dan sesudah gejala sosial/politik menggambarkan respon yang berbeda. *Shock* variabel IKE sebelum gejala sosial/politik direspon negatif oleh IHSB, sedangkan *shock* variabel IKE sesudah gejala sosial/politik direspon positif oleh IHSB. Artinya, pada periode sebelum gejala, peningkatan IKE akan menurunkan IHSB. namun pada periode sesudah gejala, peningkatan IKE akan meningkatkan IHSB.

Berdasarkan temuan diatas, dapat diketahui bahwa hasil diatas sesuai dengan hipotesis 1 dan 2 karena *shock* variabel faktor ekonomi dan faktor ekonomi baik sebelum dan sesudah gejala sosial/politik memiliki keterkaitan terhadap pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan di Indonesia.

E. Variance Decomposition

Setelah analisis terhadap perilaku dinamis model melalui *impulse respon function*, maka selanjutnya akan dilihat karakteristik model melalui *Variance Decomposition*. Analisis *variance decomposition* dapat menggambarkan pentingnya peran dari setiap variabel dalam sistem VAR.

a. *Variance Decomposition* periode Januari 2015- Agustus 2019

Hasil uji *variance decomposition* pada Tabel 5 menunjukkan bahwa faktor yang mendominasi pergerakan IHSB adalah variabel IHSB itu sendiri. Pada periode 1, IHSB mempengaruhi dirinya sendiri sebesar 100% kemudian menurun hingga berada dikisaran 46 persen. Faktor ekonomi menempati posisi ke 2 setelah IHSB. Pengaruh

faktor ekonomi berkontribusi sebesar 42 persen pada periode 2 dan mengalami penurunan hingga mencapai 36 persen pada periode 24. Sedangkan faktor non ekonomi menempati posisi ke 3 dengan kontribusi sekitar 19 persen.

Tabel 5
Hasil Uji Variance Decomposition

Periode	IHSG	Faktor Ekonomi	Faktor Non Ekonomi
1	100%	0%	0%
2	58%	42%	0%
3	50%	39%	11%
4	48%	38%	15%
5	47%	36%	17%
6	46%	36%	18%
7	46%	36%	18%
8	46%	36%	19%
9	46%	36%	19%
10	46%	36%	19%
11	46%	36%	19%
12	46%	36%	19%
13	46%	36%	19%
14	46%	36%	19%
15	46%	36%	19%
16	46%	36%	19%
17	46%	36%	19%
18	46%	36%	19%
19	46%	36%	19%
20	46%	36%	19%
21	46%	36%	19%
22	46%	36%	19%
23	46%	36%	19%
24	46%	36%	19%

Sumber : Output Eviews

Artinya, pada periode tersebut pelaku pasar modal lebih memperhatikan faktor ekonomi daripada faktor non ekonomi. Faktor ekonomi dianggap lebih penting dalam membuat keputusan.

b. Cut of Variance Decomposition Saat Gejolak Sosial/Politik

Apabila mengamati hasil uji *variance decomposition* berdasarkan sebelum gejolak (Januari 2015-April 2017) dan sesudah gejolak (April 2017-Agustus 2019), maka hasilnya adalah sebagai berikut:

Apabila mengamati hasil uji *variance decomposition* berdasarkan sebelum gejolak (Januari 2015-April 2017) dan sesudah gejolak (April 2017-Agustus 2019), maka hasilnya adalah ketika sebelum gejolak IHSG masih mendominasi pergerakan dirinya sendiri sebesar 100 persen pada periode 1, kemudian mengalami penurunan hingga mencapai 61 persen pada periode 24. Artinya, pada periode sebelum gejolak, pelaku pasar modal lebih mempertimbangkan perilaku IHSG dimasa lampau.

Namun ketika sesudah gejolak kontribusi IHSG hanya berkisar 12 persen.

Tabel 1.6
Hasil Uji Variance Decomposition sebelum dan sesudah Gejolak Sosial/Politik

Sebelum Gejolak (Januari 2015-April 2017)				Sesudah Gejolak (April 2017-Agustus 2019)			
Periode	IHSG	Faktor Ekonomi	Faktor Non Ekonomi	Periode	IHSG	Faktor Ekonomi	Faktor Non Ekonomi
1	100%	0%	0%	1	100%	0%	0%
2	44%	50%	6%	2	26%	46%	27%
3	39%	51%	10%	3	19%	41%	40%
4	63%	19%	18%	4	16%	45%	39%
5	62%	20%	18%	5	15%	45%	40%
6	61%	20%	18%	6	15%	45%	40%
7	61%	21%	18%	7	12%	36%	52%
8	61%	21%	18%	8	12%	36%	52%
9	61%	21%	18%	9	12%	36%	52%
10	61%	21%	18%	10	12%	36%	52%
11	61%	21%	18%	11	12%	36%	52%
12	61%	21%	18%	12	12%	36%	52%
13	61%	21%	18%	13	12%	36%	52%
14	61%	21%	18%	14	12%	36%	52%
15	61%	21%	18%	15	12%	36%	52%
16	61%	21%	18%	16	12%	36%	52%
17	61%	21%	18%	17	12%	36%	52%
18	61%	21%	18%	18	12%	36%	52%
19	61%	21%	18%	19	12%	36%	52%
20	61%	21%	18%	20	12%	36%	52%
21	61%	21%	18%	21	12%	36%	52%
22	61%	21%	18%	22	12%	36%	52%
23	61%	21%	18%	23	12%	36%	52%
24	61%	21%	18%	24	12%	36%	52%

Sumber : Output Eviews

Kontribusi IHSG pada sesudah gejolak mengalami penurunan yang tajam karena pelaku pasar modal lebih mempertimbangkan faktor non ekonomi. Hal tersebut terjadi karena pelaku pasar modal menyerap informasi dari adanya gejolak sosial/politik sehingga pengambilan keputusan yang dilakukan pelaku pasar modal didasari oleh faktor non ekonomi. Fakta tersebut didukung dengan hasil *variance decomposition* pada faktor non ekonomi yang mengalami peningkatan antara sebelum dan sesudah gejolak. Pada sebelum gejolak, faktor non ekonomi hanya berkontribusi sebesar 18 persen dan pada sesudah gejolak meningkat menjadi 52 persen. Faktor ekonomi juga mengalami peningkatan sepanjang periode sebelum sebesar 21 persen dan sesudah gejolak sebesar 36 persen.

Terdapat perbedaan antara hasil uji *variance decomposition* sebelum dan sesudah gejolak. Pada saat sebelum gejolak, urutan kontribusi variabel berdasarkan kontribusi terbesar adalah IHSG, faktor ekonomi, kemudian faktor non ekonomi. Ketika sudah gejolak, urutannya berubah menjadi faktor non ekonomi, faktor ekonomi, kemudian IHSG.

Perbedaan tersebut memiliki arti bahwa pada waktu sebelum terjadi gejolak sosial/politik, pelaku

pasar modal masih mempercayai perekonomian Indonesia. Namun ketika terjadi gejolak, keadaan Indonesia sosial/politik sedang tidak stabil sehingga menurunkan kepercayaan pelaku pasar modal. Pelaku pasar modal lebih mempertimbangkan informasi yang terkandung dalam peristiwa gejolak sosial/politik yang sedang terjadi. Berdasarkan uraian diatas maka dapat disimpulkan bahwa pasar modal di Indonesia merespon peristiwa gejolak sosial/politik yang terjadi ketika Pilkada DKI yang menimbulkan polemik nasional.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

A. KESIMPULAN

Penelitian ini menganalisis mengenai respon pasar modal melalui variabel IHSG terhadap faktor ekonomi dan faktor non ekonomi serta untuk menganalisis besarnya kontribusi antara faktor ekonomi dan faktor non ekonomi terhadap perubahan IHSG. Berdasarkan olah data yang dilakukan, maka diperoleh beberapa kesimpulan sebagai berikut.

Kesimpulan dari analisis *impulse response function* terhadap IHSG, faktor ekonomi dan faktor non ekonomi adalah :

- a. Jika memperhitungkan waktu analisis keseluruhan, mulai bulan Januari 2015 sampai dengan bulan Agustus 2019, maka IHSG merespon negatif terhadap perubahan kurs. Respon negatif menunjukkan peningkatan kurs akan menurunkan IHSG, begitu juga sebaliknya penurunan kurs akan meningkatkan IHSG. Hasil tersebut sama dengan jika memperhitungkan kondisi sebelum gejolak pada bulan Januari 2015 sampai bulan April 2017 dan sesudah gejolak pada bulan April 2015 sampai bulan Agustus 2019.
- b. Jika memperhitungkan waktu analisis keseluruhan, mulai bulan Januari 2015 sampai dengan bulan Agustus 2019, maka IHSG merespon negatif terhadap perubahan BI Rate. Respon negatif menunjukkan peningkatan BI Rate akan menurunkan IHSG, begitu juga sebaliknya penurunan BI Rate akan meningkatkan IHSG. Hal tersebut sama dengan jika memperhitungkan kondisi sebelum gejolak pada bulan Januari 2015 sampai bulan April 2017 dan sesudah gejolak pada bulan April 2015 sampai bulan Agustus 2019.
- c. Jika memperhitungkan waktu analisis keseluruhan, mulai bulan Januari 2015 sampai dengan bulan Agustus 2019, maka IHSG merespon positif terhadap perubahan inflasi. Respon positif menunjukkan peningkatan inflasi akan meningkatkan IHSG, begitu juga sebaliknya penurunan inflasi akan menurunkan IHSG. Hasil tersebut berbeda jika memperhitungkan kondisi sebelum gejolak pada bulan Januari 2015 sampai bulan April 2017 dan sesudah gejolak pada bulan April 2015 sampai bulan Agustus 2019. Pada sebelum gejolak, variabel inflasi direspon negatif oleh IHSG. Sedangkan pada sesudah gejolak, variabel inflasi direspon positif oleh IHSG.
- d. Jika memperhitungkan waktu analisis keseluruhan, mulai bulan Januari 2015 sampai dengan bulan Agustus 2019, maka IHSG merespon positif terhadap perubahan JUB. Respon positif menunjukkan peningkatan JUB akan meningkatkan IHSG, begitu juga sebaliknya penurunan JUB akan menurunkan IHSG. Hasil tersebut sama dengan jika memperhitungkan kondisi sebelum gejolak pada bulan Januari 2015 sampai bulan April 2017 dan sesudah gejolak pada bulan April 2015 sampai bulan Agustus 2019.
- e. Jika memperhitungkan waktu analisis keseluruhan, mulai bulan Januari 2015 sampai dengan bulan Agustus 2019, maka IHSG merespon positif terhadap perubahan IKK. Respon positif menunjukkan peningkatan IKK akan meningkatkan IHSG, begitu juga sebaliknya penurunan IKK akan menurunkan IHSG. Hasil tersebut berbeda jika memperhitungkan kondisi sebelum gejolak pada bulan Januari 2015 sampai bulan April 2017 dan sesudah gejolak pada bulan April 2015 sampai bulan Agustus 2019. Pada sebelum gejolak, variabel IKK direspon negatif oleh IHSG. Sedangkan pada sesudah gejolak, variabel IKK direspon positif oleh IHSG.
- f. Jika memperhitungkan waktu analisis keseluruhan, mulai bulan Januari 2015 sampai dengan bulan Agustus 2019, maka IHSG merespon positif terhadap perubahan IEK. Respon positif menunjukkan peningkatan IEK akan meningkatkan IHSG, begitu juga sebaliknya penurunan IEK akan menurunkan

IHSG. Hasil tersebut berbeda jika memperhitungkan kondisi sebelum gejolak pada bulan Januari 2015 sampai bulan April 2017 dan sesudah gejolak pada bulan April 2015 sampai bulan Agustus 2019. Pada sebelum gejolak, variabel IEK merespon positif oleh IHSG. Sedangkan pada sesudah gejolak, variabel IEK merespon negatif oleh IHSG.

- g. Jika memperhitungkan waktu analisis keseluruhan, mulai bulan Januari 2015 sampai dengan bulan Agustus 2019, maka IHSG merespon positif terhadap perubahan IKE. Respon positif menunjukkan peningkatan IKE akan meningkatkan IHSG, begitu juga sebaliknya penurunan IKE akan menurunkan IHSG. Hal tersebut berbeda jika memperhitungkan kondisi sebelum gejolak pada bulan Januari 2015 sampai bulan April 2017 dan sesudah gejolak pada bulan April 2015 sampai bulan Agustus 2019. Pada sebelum gejolak, IHSG merespon negatif terhadap perubahan IKE, sedangkan pada sesudah gejolak, IHSG merespon positif terhadap perubahan IKE.

Sedangkan untuk kesimpulan analisis *variance decomposition* dapat disimpulkan sebagai berikut. Secara keseluruhan, kontribusi paling dominan ditunjukkan oleh IHSG itu sendiri, kemudian diikuti faktor ekonomi, dan terakhir faktor non ekonomi. Jika memperhitungkan adanya gejolak, maka kontribusi paling dominan saat sebelum gejolak ditunjukkan oleh IHSG itu sendiri, kemudian diikuti faktor ekonomi, dan terakhir faktor non ekonomi. Sesudah gejolak, kontribusi paling dominan ditunjukkan oleh faktor non ekonomi, kemudian diikuti faktor ekonomi, dan terakhir IHSG itu sendiri.

B. Saran

Saran-saran yang dapat diberikan berdasarkan hasil penelitian adalah sebagai berikut:

1. Lembaga moneter/Bank Indonesia sebaiknya lebih memperhatikan faktor ekonomi serta mempertimbangkan faktor non ekonomi agar dapat mengendalikan pergerakan IHSG ke arah yang lebih baik.
2. Pelaku pasar modal sebaiknya memperhatikan informasi-informasi mengenai faktor ekonomi dan faktor non ekonomi yang dapat dikombinasikan untuk dimanfaatkan dalam memprediksi IHSG sehingga dapat mengambil

keputusan yang tepat sehubungan dengan investasinya.

Peneliti selanjutnya diharapkan untuk menambah isu atau fenomena lain selain Pilkada DKI yang menimbulkan polemik nasional.

DAFTAR PUSTAKA

- Acikalin, Sezgin, Rafet aktas, dan Sayfttin Unal 2008. Relationships Between Stock Markets and Macroeconomic Variables: an Empirical Analysis of the Istanbul Stock Exchange. *Investment management and Financial*, Vol 8. No 1.
- Altay, Erdinc, 2003. The Effect of Macroeconomic Factors on Asset Returns: A Comparative Analysis of the German and the Turkish Stock Markets in an APT Framework, *Diskussionschafliche, Beitrage Nr.48*.
- Ariefianto, Moch Doddy, 2012. Ekonometrika Efisiensi dan Aplikasi dengan menggunakan Eviews, Jakarta: Erlangga.
- Badan Pusat Statistik, 2019a. Indeks Harga Konsumen dan Inflasi Bulanan Indonesia <https://www.bps.go.id/statictable/2009/06/15/907/indeks-harga-konsumen-dan-inflasi-bulanan-indonesia-2005-2019.html>. Diakses pada 3 September 2019.
- Badan Pusat Statistik, 2019b. BI Rate 2005-2019 <https://www.bps.go.id/dynamictable/2015/12/22%2000:00:00/1061/bi-rate-2005-2018.html>. Diakses pada 3 September 2019.
- Baker, M., dan Wurgler J, 2007. Investor Sentiment In The Stock Market. *Journal of Economic Perspectives*. Vol 21.
- Bank Indonesia, 2015. Survei Konsumen Edisi Bulan September 2015. <https://www.bi.go.id/id/publikasi/survei/konsumen/Pages/SK---September-2015.aspx>. Diakses pada 3 November 2019.
- Bank Indonesia, 2017. Survei Konsumen Edisi Bulan Januari 2017 <https://www.bi.go.id/id/publikasi/survei/konsumen/Pages/SK-Januari-2017.aspx>. Diakses pada 3 November 2019.
- Bank Indonesia, 2018a. Survei Konsumen Edisi Bulan September 2018 <https://www.bi.go.id/id/publikasi/survei/konsumen/Pages/SK-September-2018.aspx>. Diakses pada 3 November 2019.

- Bank Indonesia, 2019a. Survei Konsumen Edisi Bulan April 2019. <https://www.bi.go.id/id/publikasi/survei/konsumen/Pages/SK-April-2019.aspx>. Diakses pada 3 November 2019.
- Bolaman O, dan Mandaci P.E, 2014. Effect of Investor Sentiment on Stock Markets. *Journal of Financial Research and Studies*. ISSN 1309-1123.
- Brown, G. W., dan Cliff, M. T. (2004). Investor Sentiment and the Near-Term Stock Market. *Journal of Empirical Finance*. Vol 11.
- Bursa Efek Indonesia, 2019. Indeks Harga Saham <https://www.idx.co.id/produk/indeks/>. Diakses 20 Desember 2019.
- Celik S, Aslanoglu E, dan Deniz P, 2010. The Relationship between Consumer Confidence and Financial Market variables in Turkey during the Global Crisis. 30th Annual Meeting of The Middle East Economic Association, Allied Social Science Associations. Atlanta.
- Chen, M.H, 2015. Understanding the Impact of Changes in Consumer Confidence on Hotel Stock Performance in Taiwan. *International Journal of Hospitality Management*. Volume 50.
- Chowdhury, Shah Saeed, Sharmin, Rashida, dan Rahman, M. Arifur. (2014). Effect of Sentiment on the Bangladesh Stock Market Returns. EBES Conference.
- Enders, Walter, 1995. *Applied Econometric Time Series*. New York: John Wiley & Sons
- Fabozzi, Frank J, 1999. *Manajemen Investasi*. Jakarta: Salemba Empat.
- Fahmi, Irham, 2015. *Pengantar Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Bandung: Alfabet.
- Gujarati, N Damonar, 2003, *Econometrika Dasar*, Terjemahan. Jakarta.
- Husnan, Suad, 2005. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Keempat. Cetakan Pertama. Yogyakarta: AMP YKPN.
- Jogiyanto, 2008. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Tiga. Yogyakarta: BPFE.
- Kementerian Perdagangan Republik Indonesia, 2019a. Jumlah Uang Beredar <https://www.kemendag.go.id/id/economic-profile/economic-indicators/amount-circulate-money>. Diakses pada 10 November 2019.
- Kementerian Perdagangan Republik Indonesia, 2019b. Nilai Tukar Mata Uang Asing Terhadap Rupiah <https://www.kemendag.go.id/id/economic-profile/economic-indicators/exchange-rate>. Diakses pada 10 November 2019.
- Nugroho, Ris Yuwono, 2009. *Analisis Faktor-Faktor Penentu Pembiayaan Perbankan Syariah di Indonesia: Aplikasi Model Vector Error Correction*. Tesis. Institut Pertanian Bogor.
- Prasetyono, Dwi Wahyu, 2010. Analisis Pengaruh Faktor Fundamental Ekonomi Makro dan Harga Minyak Terhadap Saham LQ45 Dalam Jangka Pendek dan Jangka Panjang. *Journal of Indonesian Applied Economics*. Vol. 4. No.1.
- Purnamawati, I Gusti Ayu dan Desak Nyoman Sri Werastuti, 2013. Fakkor Fundamental Ekonomi Makro Terhadap Saham LQ45. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Vol 17. No 2.
- Sari, Weka Nanda, dan Agung Nugroho Jati. 2014. Pengaruh Peristiwa Politik Dalam Negeri terhadap Indeks Harga Saham Gabungan. *Kiat Bisnis*, Vol. 5. No. 5.
- Sekaran, Uma, 2011. *Metode Penelitian untuk Bisnis*. Jakarta: Salemba Empat.
- Silim, Lusiana, 2013. Pengaruh Variabel Makro terhadap Indeks Harga Saham Gabungan pada Bursa Efek Indonesia Periode 2002-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, Vol. 2. No. 2.
- Schwars, N. (2002). *Situated Cognition and the Wisdom of feelings: Cognitive Tuning*. Manuscript of a Chapter in L. Feldman Barret & P. Salovey (eds.), *The Wisdom in Feeling*. Guilford Press, New York.
- Soebagiyo, Daryono dan Endah Heni P, 2003. Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi Indeks Harga Saham di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Pembangunan*. Universitas Muhammadiyah Surakarta.
- Sugiyono, 2017. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Suryawijaya, et. Al, 1998. Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri (Event Study pada Peristiwa 27 Juli

- 1996), *KELOLA*, Vol.VII, No.18, h.137-153.
- Sudarsono, dan Suryanto, 2005. News, Gejolak Sosial-politik dan Indeks Harga Saham di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*. Vol. 7. No. 2.
- Thomas, R.L. 1997. *Modern Econometrics: An Introduction*. Addison-Wesley, Harlow.
- Wahid, Muhammad Aminul, 2018. Analisis Pengaruh Stabilitas Politik Dan Faktor Ekonomi Terhadap Jakarta Islamic Index (JII).
- Zaqi, Mochamad, 2006. Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Peristiwa-peristiwa Ekonomi dan Peistiwa-peristiwa Sosial-politik dalam Negeri.