

Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Pergerakan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) (Kasus Bursa Efek Indonesia 2011–2020)

Manarul Hidayat¹

Universitas Bina Nusantara, Jakarta, Indonesia

*Corresponding email: manarulhidayat490@gmail.com¹

ABSTRAK

Tujuan Penelitian ialah menganalisis pengaruh variabel makroekonomi terhadap pergerakan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Metode penelitian yang digunakan adalah kuantitatif, dengan runtut waktu bulanan sejak Juni 2011 hingga Desember 2020 menggunakan data skunder. Objek penelitian yang digunakan yaitu ISSI dan variabel makroekonomi. Variabel ekonomi dalam penelitian ini yaitu *exchange-rate* rupiah terhadap dollar, inflasi, harga emas dunia, dan harga minyak dunia. Teknik analisis penelitian ini yaitu *Vector Error Correction Model* (VECM) menggunakan software Eviews 10. Hasil yang dicapai dalam penelitian ini yaitu hasil estimasi VECM pada jangka pendek menunjukkan tidak terdapat variabel makroekonomi yang berpengaruh terhadap ISSI. Sementara, dalam jangka panjang hasil estimasi VECM menunjukkan bahwa semua variabel makroekonomi yang berpengaruh signifikan terhadap ISSI.

Kata Kunci: ISSI, Variabel Makroekonomi, Saham Syariah, VECM.

ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze the effect of macroeconomic variables on the movement of the Indonesian Sharia Stock Index (ISSI). The research method used is quantitative, with a monthly time series from June 2011 to December 2020 using secondary data. The research object used is ISSI and macroeconomic variables. The economic variables in this study are the exchange rate of the rupiah against the dollar, inflation, world gold prices, and world oil prices. The analysis technique of this research is the Vector Error Correction Model (VECM) using Eviews 10 software. The results achieved in this study are the VECM estimation results in the short-term indicating that there are no macroeconomic variables that have an effect on ISSI. Meanwhile, in the long term vecm estimation results show that all macroeconomic variables have a significant effect on ISSI.

Keywords: ISSI, Macroeconomic Variables, Sharia Stocks, VECM.

PENDAHULUAN

Indonesia merupakan negara dengan populasi *muslim* terbesar di dunia yang mempunyai potensi besar menjadi pusat pengembangan industri keuangan syariah (*Islamic Financial Hub*). Hal tersebut tercermin dari perkembangan pasar modal syariah Indonesia yang terus mengalami peningkatan jumlah investor setiap tahunnya. Bursa Efek Indonesia (BEI) mencatat jumlah investor pasar modal syariah hingga September 2019 mencapai 61.130 investor, jumlah ini meningkat dari posisi akhir Tahun 2018 sebesar 44.536 investor. Kemudian, selama tahun 2019 peningkatan jumlah investor pasar modal syariah meningkat pesat. Hal tersebut dibuktikan dari jumlah pengguna *Shariah Online Trading Sistem* (SOTS) yang meningkat sebesar 54,03% dibandingkan tahun lalu. Fenomena ini menunjukkan bahwa perkembangan saham syariah yang dinilai cukup signifikan membuat para investor mulai melirik saham-saham yang berbasis syariah, bukan hanya para investor yang memang mengharuskan syarat syariah dalam berinvestasi (Febrianti, 2018).

Investasi menurut Hartono (2017) adalah penundaan konsumsi sekarang untuk dimasukkan ke aktiva produktif selama periode waktu yang tertentu. Senada dengan pendapat sebelumnya, Mulyana et al, (2019) berpendapat bahwa investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh keuntungan di masa yang akan datang.

Pertumbuhan pasar modal syariah memang cukup menggembirakan, namun ekspos pasar modal syariah masih minim. Kemudian kurangnya pemahaman masyarakat mengenai pasar modal syariah menjadi keraguan bagi investor untuk menanamkan modalnya pada pasar modal. Hal ini dikarenakan adanya praktik kegiatan di pasar modal yang mengandung unsur spekulasi. Selain itu, sebagian besar masyarakat seringkali masih beranggapan bahwa saham

mengandung unsur *riba*, *maysir*, dan *gharar*, karena tidak ada kepastian yang jelas (Ulya dan Sukmaningati, 2020). Hal tersebut menjadi salah satu penyebab ISSI yang merupakan salah satu indeks saham dalam pasar modal syariah kurang dikenal oleh masyarakat meskipun pergerakan ISSI tiap periode cukup signifikan.



Gambar 1. Grafik Pergerakan ISSI

Gambar 1 menunjukkan pergerakan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) selama periode Juni 2011 sampai Desember 2020. Hal tersebut mengindikasikan bahwa pergerakan ISSI terlihat fluktuatif dan mengalami trend yang cenderung naik. Hal yang menandai berfluktuatifnya pergerakan ISSI tentu dipengaruhi oleh beberapa faktor, bisa dari faktor ekonomi makro atau ekonomi secara global. Berfluktuasinya pergerakan indeks dalam industri pasar modal memang sudah seharusnya ditanggapi dengan serius oleh para investor. Dalam prakteknya di lapangan, sudah menjadi kewajiban bagi para investor untuk memperhatikan segala situasi yang akan terjadi, baik itu situasi yang pasti maupun situasi tidak pasti.

Adisetiawan (2017) mengatakan bahwa kondisi perekonomian yang baik, akan menggerakkan perekonomian Indonesia melalui kegiatan ekspor maupun aliran modal masuk baik investasi langsung maupun melalui pasar modal. Oleh karena itu apabila suatu indikator ekonomi makro jelek, maka akan berdampak buruk bagi perkembangan pasar modal. Tetapi apabila suatu indikator ekonomi baik, maka akan memberikan pengaruh yang baik pula terhadap kondisi pasar modal. Hal ini dimungkinkan karena ketika suatu negara memiliki prospek perekonomian yang cerah, otomatis investor akan tertarik untuk menanamkan dananya di pasar modal negara yang bersangkutan, yang tentunya akan mendorong terjadinya masa-masa *bullish* yang akan mendorong pergerakan indeks saham.

Melvin et al (2018) berpendapat bahwa terdapat empat variabel makroekonomi yang dapat memengaruhi harga saham yaitu kondisi perekonomian secara umum, suku bunga dan kebijakan moneter, tingkat harga umum, laju inflasi dan yang terakhir adalah kegiatan internasional seperti nilai tukar, investasi asing langsung, dan kondisi pasar keuangan secara global. Ekonomi makro merupakan faktor yang dapat dipertimbangkan oleh para investor selain hal fundamental yang melekat pada perusahaan dalam menentukan keputusan investasi. Variabel makroekonomi yang digunakan dalam penelitian ini ialah nilai tukar rupiah, inflasi, harga emas dunia, dan harga minyak dunia.

Berdasarkan data dan fakta di atas, dapat dilihat bahwa stabilitas kondisi makroekonomi merupakan salah satu masalah yang paling menantang bagi investor. Ketidakpastian mengenai

gejolak perekonomian di masa mendatang menjadi kekhawatiran tersendiri bagi investor pemula, pemilik saham, bahkan investor asing. Oleh karena itu, penelitian ini penting dilakukan karena bermanfaat bagi investor ketika mengambil keputusan berinvestasi saham syariah. Adanya kepentingan investor, pemilik saham serta manajer investasi terhadap faktor yang mempengaruhi pergerakan indeks saham syariah Indonesia (ISSI) memunculkan suatu kebutuhan akan adanya penelitian mengenai pengaruh *exchange-rate* rupiah terhadap dollar, inflasi, harga emas dunia, dan harga minyak dunia.

METODE

Penelitian ini menggunakan metode analisis yang bersifat deskriptif dan kuantitatif. Dalam penelitian ini, data dianalisis dengan menggunakan aplikasi *EViews* 10 untuk dilakukan uji *Vector Auto Regression* (VAR) atau *Vector Error Correction Model* (VECM). Model VAR memiliki struktur model yang lebih sederhana dengan jumlah variabel yang minimalis dimana semua variabelnya adalah variabel endogen dengan variabel independennya adalah *lag*. Model VAR didesain untuk variabel stasioner yang tidak mengandung tren. Tren stokastik dalam data mengindikasikan bahwa ada komponen *long-run* (jangka panjang) dan *short-run* (jangka pendek) dalam data *time series*. Sedangkan VECM menawarkan suatu prosedur kerja yang mudah untuk memisahkan komponen jangka panjang (*long-run*) dan komponen jangka pendek (*short-run*) dari proses pembentukan data. Dengan demikian, VECM berbeda dengan VAR dimana VECM dapat digunakan untuk memodelkan data *time series* yang terkointegrasi.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel *exchang-rate* rupiah-dollar (KURS), inflasi (INFLASI), harga emas dunia (EMAS), dan harga minyak dunia (MINYAK) terhadap pergerakan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Dimana sumber data yang menjadi bahan analisis dalam penelitian ini adalah data sekunder runtut waktu (*time series*). Data sekunder dipilih karena penelitian yang dilakukan meliputi objek yang bersifat makro dan data tersebut selanjutnya diolah kembali sesuai dengan kebutuhan model yang digunakan. Penelitian ini menggunakan data bulanan yang diperoleh dari *website* investing.com, Kementerian Perdagangan Republik Indonesia, dan Bank Indonesia (BI). Peluncuran ISSI baru dilakukan pada bulan Mei 2011 sehingga periode waktu penelitian yang digunakan dimulai pada bulan Juni 2011 sampai dengan Desember 2020. Sementara, teknik pemilihan sampel menggunakan teknik *Purposive Sampling*, yaitu teknik penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu (Sugiyono, 2017). Penggunaan teknik *Purposive Sampling* bertujuan agar data yang diperoleh nantinya bisa lebih *representative*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Stasioneritas

Uji stasionaritas data dalam penelitian ini menggunakan *Augmented Dickey- Fuller* (ADF). Dalam tes *Augmented Dickey-Fuller* (ADF), apabila nilai mutlak t-ADF lebih besar dari nilai mutlak *MacKinnon Critical Values* maka data telah stasioner pada taraf nyata yang telah ditentukan. Selain itu dapat dilihat dari nilai probabilitasnya. Jika data stasioner maka VAR dapat digunakan akan tetapi jika tidak stasioner maka ada dua pilihan yaitu menggunakan VAR dalam bentuk *first difference* atau VECM. Keberadaan variabel yang tidak stasioner meningkatkan kemungkinan adanya hubungan kointegrasi antar variabel. Berikut hasil uji ADF pada data tingkat *1st difference*:

Tabel 1 Uji Stasioner Data Tingkat *1st difference*

Variable	Prob.	Result
KURS	0	Stationer
INFLASI	0,0004	Stationer
EMAS	0	Stationer

MINYAK	0	Stationer
ISSI	0	Stationer

Berdasarkan tabel 1 dapat dilihat bahwa dari hasil uji ADF, seluruh variabel sudah stationer (prob. < 0,05) pada tingkat diferensial pertama (1st difference).

Uji Lag Optimum

Penentuan *lag optimum* dapat dilakukan dengan membandingkan nilai *Adj. R squared* model VAR dengan panjang *lag* sesuai kandidat dari yang disarankan dalam uji *lag length criteria*, dimana penggunaan pajang *lag* dengan hasil *Adj. R squared* model VAR terbesar lah yang akan dipilih (Juanda dan Junaidi, 2021).

Tabel 2 *Adj. R Square* Kandidat *Lag Optimum*

Lag	Adj. R Square
0	0,00000
1	0,00953

Uji Kointegrasi Johansen

Kointegrasi menunjukkan adanya hubungan jangka panjang antara variabel. Untuk mengetahui adanya kointegrasi atau tidak dapat dilakukan dengan melihat nilai *trace statistic* dan *max-eigen statistic* dan membandingkannya dengan nilai *critical value* pada uji kointegrasi johansen. Jika nilai *trace statistic* dan *max-eigen statistic* > nilai *critical value* maka terdapat hubungan kointegrasi.

Tabel 3 Uji Kointegrasi Johansen

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.557602	281.8923	76.97277	0.0000
At most 1 *	0.466736	190.5514	54.07904	0.0000
At most 2 *	0.358395	120.1327	35.19275	0.0000
At most 3 *	0.331462	70.42906	20.26184	0.0000
At most 4 *	0.202416	25.33084	9.164546	0.0000
Trace test indicates 5 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* Denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

Hasil uji kointegrasi Johansen menunjukkan bahwa *trace test* dan *max eigenvalue test* masing-masing menunjukkan bahwa terdapat 5 persamaan kointegrasi, serta nilai *trace statistic* dan *max eigen statistic* kesemuanya lebih besar daripada nilai *critical value*, sehingga disimpulkan terdapat kointegrasi atau hubungan jangka panjang antara variabel. Selanjutnya untuk mengestimasi model yang terdapat kointegrasi maka dilakukan uji estimasi model VECM.

Uji Estimasi Vector Error Correction Model (VECM)

Panjang *lag* yang digunakan dalam uji estimasi *Vector Error Correction Model* sesuai dengan perhitungan *lag optimum* adalah 1, dengan hasil sebagai berikut:

Tabel 4 Uji Estimasi *Vector Error Correction Model*

Variabel	Koefisien	t statistik
	Jangka Pendek	
CointEq1	0.026166	[0.28256]
D(ISSI(-1),2)	-0.382908	[-3.34782]
D(KURS(-1),2)	0.001085	[0.46112]
D(INFLASI(-1),2)	-1.496.052	[-1.33567]
D(EMAS(-1),2)	-0.001963	[-0.23272]
D(MINYAK(-1),2)	-0.096823	[-1.07310]
	Jangka Panjang	
D(ISSI(-1))	1.000.000	[12.9112]
D(KURS(-1))	0.038676	[-3.57332]
D(INFLASI(-1))	-5.426.537	[2.21861]
D(EMAS(-1))	0.316963	[-3.57791]
C	-2.405.027	-

Berdasarkan hasil estimasi model VECM dengan *lag optimum* 1, menunjukkan dalam jangka panjang semua variabel independen berpengaruh terhadap variabel ISSI. Hal tersebut ditunjukkan dengan nilai t-hitung variabel-variabel bebas memiliki nilai diatas t-tabel (1,9822) yaitu variabel D(KURS,-1) memiliki nilai t-hitung 12,911, variabel D(INFLASI,-1) memiliki nilai t-hitung 3,573, variabel D(EMAS,-1) memiliki nilai t-hitung 5,751, dan variabel D(MINYAK,-1) memiliki nilai t-hitung 2,218. Sedangkan dalam jangka pendek, variabel yang berpengaruh terhadap variabel ISSI hanyalah variabel D(ISSI,-1) yang dibuktikan dengan nilai t-hitung (3,3478) yang lebih besar dari t-tabel (1,9822) yang berarti bahwa variabel ISSI secara signifikan dipengaruhi oleh nilai variabel ISSI pada periode sebelumnya, dan tidak secara signifikan dipengaruhi oleh variabel-variabel independen lain.

Uji Stabilitas Model *Vector Auto Regression* (VAR)

Untuk mendukung kevalidan uji *Impulse Response Function* (IRF) dan *Forecast Error Decomposition Variance* (FEDV) maka estimasi model VAR perlu diperiksa kestabilannya.

Tabel 5 Uji Estimasi Model *Vector Auto Regression* (VAR)

Roots of Characteristic Polynomial	
Endogenous variables: D(KURS)	
D(INFLASI) D(EMAS) D(MINYAK) D(ISSI)	
Exogenous variables: C	
Lag specification: 1 2	
Date: 06/27/21 Time: 13:32	
Root	Modulus
0.543087	0.543087
0.173571 - 0.502298i	0.531442
0.173571 + 0.502298i	0.531442
-0.228688 - 0.348389i	0.416742
-0.228688 + 0.348389i	0.416742
-0.063360 - 0.396058i	0.401094
-0.063360 + 0.396058i	0.401094
-0.235982	0.235982
0.066524 - 0.206301i	0.216762

$0.066524 + 0.206301i$	0.216762
No root lies outside the unit circle.	
VAR satisfies the stability condition.	

Berdasarkan hasil uji stabilitas model dapat dilihat bahwa untuk seluruh modulus tidak ada yang lebih dari 1, sehingga dapat disimpulkan bahwa model valid untuk uji IRF dan uji FEDV.

Uji *Impulse Response Function* (IRF)

Hasil uji IRF, menunjukkan bahwa *shock* yang diakibatkan variabel nilai tukar direspons negatif oleh variabel ISSI pada periode awal dari periode 1 – 4 dengan nilai yang menurun dari -3,8436 menjadi 0,2152, pada periode 5-6, dan kembali direspons negatif dari periode 7-9. Sedangkan *shock* yang diakibatkan oleh tingkat inflasi direspons negatif oleh variabel ISSI pada periode 1-2 dan 6-7, sedangkan di periode lainnya direspons positif. Dampak *shock* dari harga emas direspons negatif oleh variabel ISSI untuk periode 4-6 dan 9-10, serta *shock* yang diakibatkan harga minyak hanya direspons positif oleh variabel ISSI pada periode 3, 6, dan 7, dan sisanya direspons negatif. Hal tersebut tergambarkan dalam tabel berikut:

Tabel 6 Uji *Impulse Response Function*

Response of D(ISSI):					
Period	D(KURS)	D(INFLASI)	D(EMAS)	D(MINYAK)	D(ISSI)
1	- 3.843.604	-0.397664	0.911014	-0.070739	5.057023
2	-0.052307	-0.683879	0.029918	-0.244225	1.444007
3	-0.205473	0.406244	0.441908	0.058702	0.429031
4	-0.215199	0.577922	-0.098181	-0.055522	0.202443
5	0.055521	0.080955	-0.163893	-0.061226	- 0.021504
6	0.066208	-0.101648	-0.034791	0.036445	0.087079
7	-0.023196	-0.052378	0.012769	0.032987	0.063997
8	-0.035393	0.027184	0.014761	-0.005096	0.025651
9	-0.001934	0.028137	-0.002028	-0.011420	0.008852
10	0.006538	0.002535	-0.007291	-0.001053	0.001183
Cholesky Ordering: D(KURS) D(INFLASI) D(EMAS) D(MINYAK) D(ISSI)					
Standard Errors: Analytic					

Uji *Forecast Error Decomposition Variance* (FEDV)

Hasil uji *Forecast Error Decomposition Variance* (FEDV), menunjukkan bahwa variabel ISSI pada periode-periode sebelumnya dominan mempengaruhi nilai variabel ISSI pada periode terkini, hal tersebut ditunjukkan dari nilai *Variance Decomposition* dimana variabel ISSI berpengaruh lebih dari 50% untuk setiap periode (64,54% s.d. 75,32%). Variabel kedua yang memiliki pengaruh cukup tinggi adalah nilai kurs mata uang dimana variabel kurs mempengaruhi 34,51% pada periode pertama dan terus menurun sampai dengan 14,17% pada periode ke 10. Variabel inflasi, harga emas, dan harga minyak memiliki pengaruh kurang dari 10% untuk semua periode, dimana inflasi berpengaruh 0,02% pada periode 1 dan terus meningkat hingga 6,54% pada periode ke 10, sedangkan variabel harga emas bervariasi dengan kecenderungan meningkat dari 0,92% di periode 1 dan terus meningkat menjadi 3,83% di periode 10. Sedangkan variabel harga minyak bervariasi dengan nilai kurang dari 0,25% untuk

semua periode. Hal tersebut tergambarkan dalam tabel berikut:

Tabel 7 Uji *Forecast Error Decomposition Variance*

Variance Decomposition of D(ISSI):						
Period	S.E.	D(KURS)	D(INFLASI)	D(EMAS)	D(MINYAK)	D(ISSI)
1	6.843511	34.51307	0.021213	0.915600	0.005311	64.54480
2	7.531923	28.71229	0.047281	1.259072	0.213013	69.76834
3	8.284265	24.75535	2.838025	1.182707	0.229080	70.99484
4	8.919904	22.11474	4.842025	1.938894	0.197654	70.90669
5	9.468801	20.00516	5.416234	2.661303	0.175624	71.74168
6	9.997082	18.28847	5.568183	3.031561	0.167659	72.94413
7	10.50346	16.98006	5.787077	3.268707	0.159380	73.80478
8	10.98866	15.90271	6.092517	3.469157	0.148129	74.38749
9	11.45199	14.96970	6.352241	3.662062	0.138385	74.87761
10	11.89562	14.17253	6.543693	3.833779	0.130971	75.31902
Cholesky Ordering: D(KURS) D(INFLASI) D(EMAS) D(MINYAK) D(ISSI)						

Uji Kausalitas *Granger*

Hasil uji kausalitas *granger* menunjukkan bahwa tidak ada variabel independen yang memiliki hubungan kausalitas dengan variabel dependen. Hal tersebut ditunjukkan dari nilai prob. dari setiap variabel independen yang diukur hubungan kausalitasnya dengan variabel ISSI memiliki nilai $> 0,05$. Namun terdapat hubungan kausalitas antara beberapa variabel independen terhadap variabel independen lainnya dimana variabel harga minyak memiliki hubungan kausalitas dengan variabel inflasi (prob. 0,0500), dan variabel nilai tukar memiliki hubungan kausalitas dengan variabel harga minyak (prob. 0,0207). Hal tersebut tergambarkan dalam tabel berikut:

Tabel 8 Uji Kausalitas *Granger*

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
INFLASI does not Granger Cause KURS	114	0.71532	2,774305556
KURS does not Granger Cause INFLASI		3.65845	0,405555556
EMAS does not Granger Cause KURS	114	0.56615	3,148611111
KURS does not Granger Cause EMAS		0.80065	2,588888889
MINYAK does not Granger Cause KURS	114	0.25121	4,286111111
KURS does not Granger Cause MINYAK		5.51062	0,14375
ISSI does not Granger Cause KURS	114	4.72193	0,221527778
KURS does not Granger Cause ISSI		1.98548	1,122222222
EMAS does not Granger Cause INFLASI	114	1.41319	1,646527778
INFLASI does not Granger Cause EMAS		2.56074	0,780555556
MINYAK does not Granger Cause INFLASI	114	3.92721	0,347222222
INFLASI does not Granger Cause MINYAK		3.3E-06	6,934027778
ISSI does not Granger Cause INFLASI	114	1.02300	2,180555556
INFLASI does not Granger Cause ISSI		1.98726	1,120833333
MINYAK does not Granger Cause EMAS	114	2.67645	0,727083333
EMAS does not Granger Cause MINYAK		1.13856	2,002083333

ISSI does not Granger Cause EMAS	114	1.27495	1,814583333
EMAS does not Granger Cause ISSI		0.03301	5,945833333
ISSI does not Granger Cause MINYAK	114	0.38987	3,705555556
MINYAK does not Granger Cause ISSI		1.06795	2,109027778

Hubungan Variabel *Exchange Rate* Rupiah-Dollar (KURS) Terhadap ISSI

Hasil uji *Impulse Response Function* ISSI menunjukkan respons yang fluktuatif, dimana terjadi respons negatif pada periode 1, 2, 3, 4, 7, 8 dan 9, serta respons positif pada periode 5, 6, dan 10. Secara keseluruhan ISSI lebih sering menunjukkan respons negatif daripada positif. Dampak *shock* paling terasa pada periode 1 dimana nilai impulse respons dari variabel *exchange rate* rupiah-dollar (KURS) jauh lebih tinggi jika dibandingkan periode lainnya, dan kemudian berangsur-angsur melemah mulai periode 2 dan seterusnya. Fluktuasi tersebut diikuti dengan nilai yang semakin mengecil dan menunjukkan angka perubahan yang stabil mendekati 0 atau titik keseimbangan, sehingga *shock* yang diakibatkan variabel *exchange rate* rupiah-dollar (KURS) akan berangsur-angsur berkurang dan akan mencapai keseimbangan jangka panjang. Namun dari data yang diuji, *shock* dari variabel *exchange rate* rupiah-dollar (KURS) akan tetap mempengaruhi variabel ISSI paling tidak dalam 10 periode kedepan.

Hasil uji *Forecast Error Decomposition Variance* (FEDV) memperlihatkan bahwa *shock* pada variabel inflasi memberikan kontribusi terhadap perubahan ISSI paling besar diberikan pada periode 1 dengan kontribusi sebesar 34,51%. Pada periode 2 - 10 terlihat tingkat kontribusi terus menurun namun sampai dengan periode ke 10 namun dengan presentase yang masih cukup tinggi jika dibandingkan dengan variabel lainnya. Hal ini berarti nilai tukar memiliki peran dalam perubahan yang terjadi pada ISSI paling tinggi sebesar 34,51% pada periode 1, dan diperkirakan akan terus menurun dalam jangka panjang namun dengan presentase yang masih cukup tinggi dibandingkan variabel lain. Kondisi ini mendukung hasil uji VECM dimana dalam jangka pendek variabel *exchange rate* rupiah-dollar (KURS) tidak berpengaruh, namun dalam jangka panjang variabel *exchange rate* rupiah-dollar (KURS) berpengaruh negatif signifikan terhadap variabel ISSI. Sehingga dari hasil pengujian dapat disimpulkan bahwa variabel *exchange rate* rupiah-dollar (KURS) berpengaruh negatif terhadap variabel ISSI, sehingga H1 diterima.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Ardana (2016) dalam hubungan jangka panjang variabel nilai tukar dan ISSI adalah negatif signifikan. Kemudian dalam penelitian yang dilakukan oleh Bawono dan Mutaqin (2019) membuktikan bahwa *exchange rate* rupiah-dollar (KURS) memiliki hubungan negatif terhadap ISSI. Hal tersebut disebabkan adanya fluktuasi nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing akan sangat mempengaruhi iklim investasi di dalam negeri khususnya di pasar modal. Nilai tukar yang berfluktuasi mengakibatkan adanya ketidakpastian nilai tukar yang dapat mempengaruhi keputusan investasi dari para investor, khususnya investor asing yang sangat terpengaruh dengan nilai tukar apabila ingin menginvestasikan asetnya ke Indonesia. Sementara dalam hubungan jangka pendek hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Bawono dan Mutaqin (2019). Bagi perusahaan yang pemenuhan produksinya mengimpor bahan baku dari luar negeri maka akan berdampak pada pembelian harga bahan baku yang lebih mahal karena menggunakan dollar sebagai alat pembayaran. Sementara nilai rupiah terhadap dollar melemah. Kondisi tersebut berpotensi mengurangi laba perusahaan dan menyebabkan harga saham menurun. Namun kondisi tersebut justru bisa dimanfaatkan oleh investor untuk berspekulasi melakukan pembelian saham dengan harga murah. Perilaku investor yang berspekulasi inilah yang dalam jangka pendek menjaga pergerakan ISSI disaat dollar menguat terhadap rupiah.

Uji kausalitas menunjukkan bahwa tidak ada hubungan dua arah maupun satu arah yang signifikan antara variabel *exchange rate* rupiah-dollar (KURS) dan ISSI. Kontrol yang

dilakukan oleh Bank Sentral dalam menjaga nilai tukar relatif mampu mengamankan fluktuasi nilai tukar rupiah dalam taraf yang relatif aman, yang diperkirakan menjadi penyebab mengapa ISSI tidak terpengaruh, dimana perubahan itu tidak dianggap sebagai tingkat risiko yang memberikan ancaman serius bagi para investor.

Hubungan Variabel Tingkat Inflasi (INFLASI) Terhadap ISSI

Hasil uji *Impulse Response Function* ISSI menunjukkan respons yang fluktuatif, dimana terjadi respons negatif pada periode 1, 2, 6, dan 7, serta respons positif pada periode 3, 4, 5, 8, 9, dan 10. Secara keseluruhan ISSI lebih sering menunjukkan respons positif dari pada negatif. Dampak *shock* paling terasa pada periode 1 sampai 4 dimana nilai impulse respons dari variabel inflasi jauh lebih tinggi jika dibandingkan periode lainnya, dan kemudian berangsur-angsur melemah mulai periode 5 dan seterusnya. Fluktuasi tersebut diikuti dengan nilai yang semakin mengecil dan menunjukkan angka perubahan yang stabil mendekati 0 atau titik keseimbangan, sehingga *shock* yang diakibatkan variabel tingkat inflasi akan berangsur-angsur berkurang dan akan mencapai keseimbangan jangka panjang. Namun dari data yang diuji, variabel inflasi akan tetap mempengaruhi variabel ISSI paling tidak dalam 10 periode kedepan.

Hasil uji *Forecast Error Decomposition Variance* (FEDV) memperlihatkan bahwa *shock* pada variabel inflasi memberikan kontribusi terhadap perubahan ISSI paling besar diberikan pada periode 10 dengan kontribusi sebesar 6,54%. Pada periode 1 - 10 terlihat tingkat kontribusi yang cukup stabil mendekati kontribusi tertinggi. Hal ini berarti inflasi memiliki peran dalam perubahan yang terjadi pada ISSI paling tinggi sebesar 6,54% pada periode 10, dan diperkirakan akan terus meningkat dalam jangka panjang. Kondisi ini mendukung hasil uji VECM, dimana dalam jangka pendek variabel Inflasi tidak berpengaruh, namun dalam jangka panjang variabel Inflasi berpengaruh negatif signifikan terhadap variabel ISSI. Sehingga dari hasil pengujian dapat disimpulkan bahwa variabel Inflasi berpengaruh negatif terhadap variabel ISSI, sehingga H2 diterima.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Bawono dan Muttaqin (2019), serta kesimpulan pengujian jangka panjang sesuai dengan penelitian Masrizal et al (2019). Secara teori tingkat inflasi yang tinggi akan diikuti naiknya biaya produksi yang tinggi diakibatkan kenaikan harga bahan baku. Jika biaya produksi naik maka harga jual produk juga ikut naik dan apabila tingkat pendapatan tidak dapat mengimbangi biaya yang dikeluarkan dan menekan pendapatan perusahaan. Hal tersebut berisiko pada berkurangnya profit perusahaan dan dividen yang akan diterima pemegang saham nantinya serta berakhir dengan kemungkinan investor menarik dananya dari perusahaan karena melihat risiko yang tidak dapat diterima lagi, dalam teori portofolio menunjukkan bahwa investor cenderung menghindari risiko. Adapun kesimpulan pengujian jangka pendek sesuai dengan penelitian Ardana (2016). Dengan demikian, sebarang perubahan yang terjadi pada inflasi tidak menyebabkan perubahan signifikan terhadap indeks ISSI. Peningkatan inflasi secara relatif merupakan sinyal negatif bagi pemodal di pasar modal. Inflasi meningkatkan pendapatan dan biaya perusahaan. Jika biaya produksi terus mengalami peningkatan yang lebih tinggi dari peningkatan harga maka keuntungan sebuah perusahaan berkurang dan kinerja perusahaan menurun. Sehingga kondisi ini meskipun secara jangka pendek tidak langsung berpengaruh negatif terhadap ISSI, namun pada akhirnya akan menyebabkan pergerakan yang negatif pada ISSI dalam jangka panjang.

Uji kausalitas menunjukkan bahwa tidak ada hubungan dua arah maupun satu arah yang signifikan antara variabel inflasi dan ISSI. Perubahan inflasi yang tidak terlalu besarlah yang diperkirakan menjadi penyebab mengapa ISSI tidak terpengaruh, dimana perubahan itu tidak dianggap sebagai tingkat risiko yang memberikan ancaman serius bagi para investor.

Hubungan Variabel Harga Emas Dunia (EMAS) Terhadap ISSI

Hasil uji *Impulse Response Function* ISSI menunjukkan respons yang fluktuatif, dimana terjadi respons negatif pada periode 4, 5, 9 dan 10, serta respons positif pada periode 1, 2, 3, 6, 7, dan 8. Secara keseluruhan ISSI lebih sering menunjukkan respons positif dari pada negatif. Dampak *shock* paling terasa pada periode 1 dimana nilai *impulse respons* dari variabel harga emas jauh lebih tinggi jika dibandingkan periode lain, dan kemudian berangsur-angsur melemah mulai periode 2 dan seterusnya. Fluktuasi tersebut diikuti dengan nilai yang semakin mengecil dan menunjukkan angka perubahan yang stabil mendekati 0 atau titik keseimbangan, sehingga *shock* yang diakibatkan variabel tingkat harga emas akan berangsur-angsur berkurang dan akan mencapai keseimbangan jangka panjang. Namun dari data yang diuji, variabel harga emas akan tetap mempengaruhi variabel ISSI paling tidak dalam 10 periode kedepan.

Hasil uji *Forecast Error Decomposition Variance* (FEDV) memperlihatkan bahwa *shock* pada variabel harga emas dunia memberikan kontribusi terhadap perubahan ISSI paling besar diberikan pada periode 10 dengan kontribusi sebesar 3,83%. Pada periode 1 - 10 terlihat tingkat kontribusi yang terus meningkat. Hal ini berarti harga emas memiliki peran dalam perubahan yang terjadi pada ISSI paling tinggi sebesar 3,83% pada periode 10, dan diperkirakan akan terus meningkat dalam jangka panjang. Kondisi ini mendukung hasil uji VECM, dimana dalam jangka pendek variabel emas tidak berpengaruh, namun dalam jangka panjang variabel harga emas dunia berpengaruh positif signifikan terhadap variabel ISSI. Sehingga dari hasil pengujian dapat disimpulkan bahwa Variabel harga emas dunia berpengaruh positif terhadap variabel ISSI, sehingga H3 diterima.

Hasil penelitian mendukung penelitian yang dilakukan oleh Fitriyanti dan Herlambang (2017) membuktikan bahwa harga emas dunia memiliki hubungan positif terhadap *Jakarta Islamic Index* (JII). Kemudian, penelitian yang dilakukan oleh Bawono dan Mutaqin (2019) membuktikan bahwa harga emas dunia memiliki hubungan positif terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Hal tersebut disebabkan adanya kenaikan harga emas dari tahun ke tahun, kemudian diiringi harga indeks saham ISSI yang meningkat seiring berkembangnya perekonomian. Emas yang merupakan *safe haven asset*, masih menjadi pilihan terbaik bagi masyarakat untuk menyimpan kekayaannya, sehingga harga emas akan cenderung terus meningkat sepanjang waktu. Peningkatan harga tersebut membuat banyak pihak yang mencoba untuk mencari instrumen yang lain yang dapat digunakan untuk menyimpan kekayaan mereka, salah satunya adalah saham sehingga peningkatan harga emas juga di ikuti dengan peningkatan indeks saham, baik itu saham secara umum maupun saham syariah. Sementara dalam hubungan jangka pendek hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Salihin (2019) dan Bawono dan Mutaqin (2019). Hal itu disebabkan adanya perilaku investor yang melakukan investasi pada emas dan saham syariah. Oleh karena itu dengan adanya kenaikan harga emas dunia tidak langsung berpengaruh dalam jangka pendek terhadap ISSI karena perilaku investor yang melakukan investasi pada emas dan saham syariah bersifat substitusi. Dalam kenyataannya investasi pada emas merupakan investasi yang sangat disenangi oleh investor. Mengingat harga emas relatif mengalami peningkatan terus menerus, sehingga risiko relatif rendah. Berbeda dengan investasi pada saham syariah, yang relatif masih muda dan berisiko, karena faktor yang memengaruhinya jauh lebih kompleks.

Uji kausalitas menunjukkan bahwa tidak ada hubungan dua arah maupun satu arah antara variabel harga emas dan ISSI. Peningkatan harga emas dunia cenderung stabil, sehingga hal tersebut tidak akan berpengaruh dalam jangka pendek terhadap indeks harga saham.

Hubungan Variabel Harga Minyak Dunia (MINYAK) Terhadap ISSI

Hasil uji *Impulse Response Function* ISSI menunjukkan respons yang fluktuatif, dimana terjadi respons negatif pada periode 1, 2, 4, 5, 8, 9 dan 10, serta respons positif pada periode 3, 6, dan 7. Secara keseluruhan ISSI lebih sering menunjukkan respons negatif dari pada positif.

Dampak shock paling terasa pada periode 2 dimana nilai impulse respons dari variabel harga minyak dunia jauh lebih tinggi jika dibandingkan periode lainnya, dan kemudian berangsur-angsur melemah mulai periode 3 dan seterusnya. Fluktuasi tersebut diikuti dengan nilai yang relatif semakin mengecil dan menunjukkan angka perubahan yang stabil mendekati 0 atau titik keseimbangan, sehingga *shock* yang diakibatkan variabel harga minyak dunia akan berangsur-angsur berkurang dan akan mencapai keseimbangan jangka panjang. Namun dari data yang diuji, variabel harga minyak dunia akan tetap mempengaruhi variabel ISSI paling tidak dalam 10 periode kedepan.

Hasil uji *Forecast Error Decomposition Variance* (FEDV) memperlihatkan bahwa *shock* pada variabel harga minyak dunia (MINYAK) memberikan kontribusi terhadap perubahan ISSI paling besar diberikan pada periode 3 dengan kontribusi sebesar 0,22%. Pada periode 1 - 10 terlihat tingkat kontribusi harga minyak relatif rendah dan terus menurun jika dibandingkan dengan variabel lain. Kontribusi terhadap perubahan ISSI pada periode 1 jauh lebih kecil dibandingkan periode 2 dan 3, meunjukkan *shock* dari variabel harga minyak dunia tidak langsung berpengaruh kepada variabel ISSI pada periode pertama. Kondisi ini mendukung hasil uji VECM, dimana dalam jangka pendek variabel harga minyak dunia tidak berpengaruh, namun dalam jangka panjang variabel harga minyak dunia berpengaruh positif signifikan terhadap variabel ISSI. Sehingga dari hasil pengujian dapat disimpulkan bahwa variabel harga minyak dunia berpengaruh positif terhadap variabel ISSI, sehingga H4 diterima

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Ardana (2016) yang menyimpulkan bahwa variabel harga minyak dunia memberikan pengaruh positif terhadap ISSI dalam jangka panjang. Kemudian, penelitian yang dilakukan oleh Bawono dan Mutaqin (2019) membutuhkan variabel harga minyak dunia memberikan pengaruh positif terhadap ISSI dalam jangka panjang, dimana pengaruh positif dapat terjadi karena meningkatnya harga minyak dunia akan memicu meningkatnya harga komoditas. Kenaikan harga komoditas mengakibatkan adanya sentimen positif, dimana jika harga komoditas naik maka pendapatan dari perusahaan-perusahaan tambang juga akan naik. Hal tersebut disambut positif oleh para investor dan berakibat naiknya harga saham serta indeks saham. Sementara dalam hubungan jangka pendek hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Ardana (2016) yang menyimpulkan bahwa variabel harga minyak dunia tidak berpengaruh terhadap ISSI. Dimana perubahan naik turunnya harga minyak dunia dalam kenyataan tidak mampu mempengaruhi sikap investor untuk tetap melakukan aksi investasi atau membeli saham pada pasar modal syariah di Indonesia karena dalam kondisi tersebut investor cenderung bersikap moderat.

Uji kausalitas menunjukkan bahwa tidak ada hubungan dua arah maupun satu arah yang signifikan antara variabel harga minyak dunia dan ISSI. Hal tersebut dapat diakibatkan tidak banyaknya konstituen tambang yang tergabung dalam Indeks Saham Syariah Indonesia, sehingga perubahan harga minyak dunia tidak akan serta merta mempengaruhi ISSI dalam jangka yang pendek.

SIMPULAN

Hasil dari penelitian ini adalah *exchange-rate* rupiah-dollar (KURS) tidak berpengaruh dalam jangka pendek, namun berpengaruh negatif signifikan dalam jangka panjang terhadap ISSI. Adanya Bank Sentral yang menjaga nilai tukar rupiah tetap aman tidak secara langsung akan mempengaruhi ISSI, namun dalam jangka panjang, fluktuasi nilai tukar tersebut yang walaupun terjadi secara perlahan pada akhirnya akan mempengaruhi ISSI. Inflasi (INFLASI) dalam jangka pendek variabel Inflasi tidak berpengaruh, namun dalam jangka panjang variabel Inflasi berpengaruh negatif signifikan terhadap variabel ISSI. Inflasi yang tidak terlalu besarlah yang diperkirakan menjadi penyebab mengapa ISSI tidak terpengaruh, dimana perubahan itu tidak dianggap sebagai tingkat risiko yang memberikan ancaman serius bagi para investor. Harga Emas Dunia (EMAS) tidak berpengaruh dalam jangka pendek, namun berpengaruh

positif signifikan dalam jangka panjang terhadap ISSI. Peningkatan harga emas cenderung stabil dan perlahan, sehingga hal tersebut dalam jangka pendek tidak akan secara langsung mempengaruhi indeks harga saham. Dalam jangka pendek variabel harga minyak dunia (MINYAK) tidak berpengaruh, namun dalam jangka panjang variabel harga minyak berpengaruh positif signifikan terhadap variabel ISSI. Dalam jangka pendek peningkatan harga minyak akan meningkatkan ongkos produksi perusahaan yang dapat menekan profitabilitas perusahaan, namun dalam jangka panjang peningkatan harga minyak akan meningkatkan keuntungan perusahaan-perusahaan berbasis komoditas yang akan memberikan sentimen positif pada harga saham dan indeks saham, baik itu indeks komposit maupun indeks syariah. Dari keempat variabel bebas, variabel nilai tukar memiliki kontribusi terbesar, dengan kontribusi untuk 10 periode yang diteliti selalu berada diatas 10%. Namun dari penelitian ini dapat diketahui bahwa yang paling mempengaruhi variabel ISSI adalah nilai variabel ISSI itu sendiri pada periode sebelumnya, dimana dari 10 periode yang diteliti, nilai kontribusi variabel ISSI berada pada kisaran 60%-75%. Jauh lebih tinggi jika dibandingkan dengan variabel bebas yang diteliti.

Saran dalam penelitian ini maka dapat diajukan beberapa terhadap pemerintah Indonesia, investor, maupun penelitian lebih lanjut. Pemerintah memiliki peran vital dalam menjaga stabilitas indeks harga saham, termasuk di dalamnya ISSI karena dua variabel bebas dalam penelitian ini yaitu nilai tukar dan tingkat inflasi merupakan dua faktor fundamental yang di kontrol oleh pemerintah melalui kebijakan fiskal dan moneter. Ketidaktepatan kebijakan fiskal dan moneter yang dikeluarkan oleh pemerintah dapat berpengaruh buruk terhadap indeks saham ISSI, yang tentunya akan berdampak negatif bagi perusahaan yang menjadi konstituen dan investor yang berinvestasi pada saham-saham yang menjadi konstituen ISSI. Penelitian ini menunjukkan bahwa investasi pada saham syariah dalam jangka panjang merupakan investasi dengan prospek yang bagus, karena variabel harga emas dunia dan variabel harga minyak dunia berpengaruh positif. Meskipun variabel *Exchange-rate* rupiah-dollar (KURS) dan inflasi (INFLASI) berpengaruh negatif akan tetapi berdasarkan hasil uji IRF menunjukkan bahwa terdapat penurunan respons dari ISSI terhadap shock yang diakibatkan oleh variabel *Exchange-rate* rupiah-dollar (KURS) dan inflasi (INFLASI) dari periode satu ke periode berikutnya. Kemudian berdasarkan hasil FEDV menunjukkan bahwa terdapat penurunan kontribusi variabel *Exchange-rate* rupiah-dollar (KURS) dan inflasi (INFLASI) terhadap ISSI. Sehingga dari hasil uji tersebut pergerakan ISSI akan lebih meningkat. Berkaitan dengan hasil penelitian ini dan mengingat penelitian ini masih ada kekurangan maka peneliti memberikan beberapa saran bagi peneliti yaitu penelitian selanjutnya bisa menggunakan variabel yang lebih beragam, baik itu variabel makroekonomi yang belum digunakan pada penelitian ini atau juga bisa faktor manajemen keuangan dari perusahaan yang ada di dalam pasar saham itu sendiri. Peneliti juga dapat melakukan perbandingan antara saham syariah di dalam negeri dan saham syariah yang ada di luar negeri. Penelitian berikutnya dapat menggunakan periode yang lebih panjang agar dapat menunjukkan hasil yang lebih komprehensif dan andal.

DAFTAR PUSTAKA

- Adisetiawan, R. (2017). Globalisasi Pasar Modal Dunia dan Pengaruhnya Terhadap Pasar Modal Indonesia. *Ekonomis: Journal of Economics and Business*, 1(1), 10-17.
- Ardana, Y. (2016). Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Saham Syariah di Indonesia: Model ECM. *Esensi*, 6(1), 17-30.
- Bawono, A. & Mutaqin, I. (2019). Analysis of Macroeconomics Effects on the Indonesian Sharia Stock Index. *SERAMBI: Jurnal Ekonomi Manajemen dan Bisnis Islam*, 1(2), 1-12.
- Febrianti, S. (2018). Analisis Perbandingan Kinerja Indeks Saham Syariah dengan Indeks Saham Konvensional Periode 2015-2017 (Studi Kasus pada JII dan LQ45). *Proceeding*

- Sendi, U*, 2017, 978–979.
- Fitriyanti, I., & Herlambang, L. (2017). Analisis Pengaruh Variabel Makro Ekonomi dan Harga Komoditas Terhadap Jakarta Islamic Index (JII). *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan*, 3(9), 713-727.
- Juanda, B. & Junaidi. (2021). *Ekonometrika Deret Waktu Teori & Aplikasi*. Bogor: IPB Press.
- Hartono, Jogiyo. (2017). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Kesepuluh. Yogyakarta: BPFE.
- Masrizal, M. U. M., & Herianingrum, S. (2019). Macroeconomic Determinants of Jakarta Islamic Index. *KnE Social Sciences*, 510-524.
- Mulyana, M., Hidayat, L., & Puspitasari, R. (2019). Mengukur Pengetahuan Investasi Para Mahasiswa Untuk Pengembangan Galeri Investasi Perguruan Tinggi. *JAS-PT (Jurnal Analisis Sistem Pendidikan Tinggi Indonesia)*, 3(1), 31-52.
- Salihin, A. (2019). Pengaruh Dow Jones Islamic Market (DJIM), Kurs, Dan Harga Emas Dunia Terhadap Jakarta Islamic Indeks (JII) Periode 2016-2018. *Jurnal Istiqro: Jurnal Hukum Islam*, 5(2), 114-126.
- Sugiyono. (2017). *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R dan D*. Bandung: Alfabeta.
- Ulya, F. (2020). Keuntungan Investasi Di Saham Syariah. *Jurnal Investasi Islam*, 5(1), 59-68.