

PENGARUH HARGA EMAS DUNIA DAN EKONOMI MAKRO TERHADAP INDEKS SAHAM SYARIAH INDONESIA (ISSI)

Hasbi Abdul Al Wahhab KH¹, Aini Masruroh²
UIN Syarif Hidayatullah Jakarta^{1,2}

Email: abdhasbi98@gmail.com¹ aini.m@uinjkt.ac.id²

Abstrak

Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh harga emas dunia dan variabel ekonomi makro yaitu inflasi, nilai tukar rupiah, PDB dan BI Rate terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) periode 2017-2023. Jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini yaitu analisis kuantitatif dengan metode *Vector Error Correction Model* (VECM). Adapun hasil penelitian ini yaitu dalam jangka pendek harga emas dunia dan nilai tukar rupiah memiliki pengaruh positif terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), sedangkan inflasi, PDB dan BI rate tidak memiliki pengaruh terhadap ISSI. Dalam jangka panjang harga emas dunia, nilai tukar rupiah dan PDB memiliki pengaruh positif terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sedangkan, inflasi dan BI rate berpengaruh negatif terhadap ISSI. Terakhir, Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) merespon positif shock yang diberikan oleh harga emas, nilai tukar rupiah, dan BI rate, sedangkan respon negatif diberikan oleh inflasi dan PDB.

Kata Kunci: Harga Emas Dunia, Ekonomi Makro, ISSI

Abstract

The purpose of this study is to analyze the effect of world gold prices and macroeconomic variables is inflation, rupiah exchange rate, GDP and BI rate on the Indonesian Sharia Stock Index (ISSI) for the 2017-2023 period.. The type of research used in this study is quantitative analysis with the Vector Error Correction Model (VECM) method. The results of this study are that in the short term the world gold price and the rupiah exchange rate have a positive influence on the Indonesian Sharia Stock Index (ISSI), while inflation, GDP and BI rate have no influence on the ISSI. Meanwhile, in the long term, the world gold price, rupiah exchange rate and GDP have a positive influence on the Indonesian Sharia Stock Index (ISSI), while inflation and BI rate have a negative effect on the ISSI. Finally, the Indonesian Sharia Stock Index (ISSI) responds positively to the shock given by the gold price, rupiah exchange rate, and BI rate, while the negative response is given by inflation and GDP.

Keywords: World Gold Price, Macroeconomics, ISSI

A. Pendahuluan

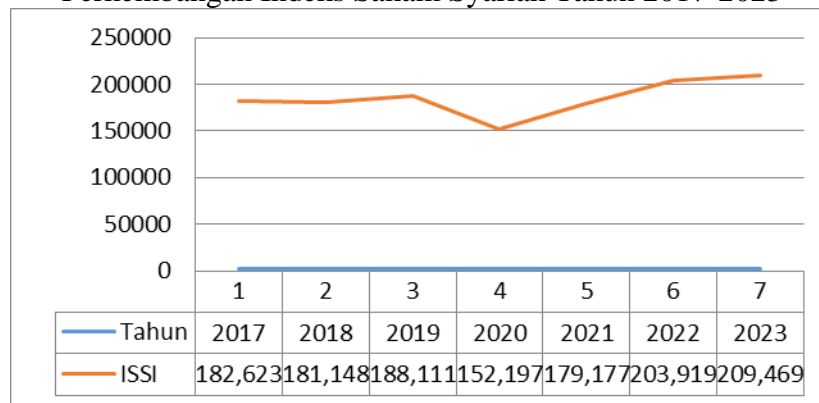
Menurut UU No. 8 tahun 1995 menjelaskan bahwa pasar modal yaitu aktivitas yang berkaitan dengan penawaran umum dan perdagangan efek perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek (Latifah & Sriwidjayanto,

2022). Pasar modal adalah suatu lembaga keuangan yang memiliki peran cukup penting dalam mengelola investasi masyarakat dan negara. Tingkat mobilitas dana di pasar modal menunjukkan seberapa besar kontribusi investor dalam suatu negara. Pergerakan mobilitas dana menunjukkan seberapa intens bisnis menggunakan pasar modal untuk mendapatkan dana. Perusahaan yang mendapatkan suntikan dana dengan menjual obligasi, saham, dan surat berharga lain akan mendapatkan dana guna memenuhi input pada proses produksi (Sudarsono, 2018).

Berdasarkan data laporan perkembangan keuangan syariah di Indonesia (Otoritas Jasa Keuangan, 2022), pasar modal syariah merupakan salah satu sektor keuangan syariah yang mengalami pertumbuhan stabil dengan kinerja positif. Industri keuangan syariah Indonesia tumbuh sebesar 15.87% (yoy) dengan pasar modal syariah menyumbang aset terbesar sebanyak 60.08% serta mengalami pertumbuhan positif dengan laju pertumbuhan 15.51%. Pertumbuhan tersebut sejalan dengan peningkatan pada produk investasi seperti saham syariah, sukuk korporasi maupun sukuk negara. Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sebagai representasi seluruh perdagangan saham syariah pada bursa tercatat mengalami penguatan saat penutupan 30 Desember 2022 pada level 217.73, meningkat sebesar 15.19% dibandingkan dengan periode yang sama di tahun 2021 (Perdana & Indrawati, 2023).

Grafik. 1.1

Perkembangan Indeks Saham Syariah Tahun 2017-2023



Sumber: Investing.com (Data Diolah Penulis)

Mengacu pada grafik 1.1, diketahui perkembangan ISSI mengalami fluktuasi yang terbilang signifikan selama periode tahun 2017-2023. Menurut *conference* investor cenderung melakukan penawaran harga saat perusahaan diprediksi akan mendapatkan keuntungan (Sumarsono & Hapsari, 2018). Pergerakan harga saham bagaikan cerminan optimisme atau pesimisme investor terhadap prospek ekonomi. Penurunan harga saham umumnya mengindikasikan kekhawatiran investor terhadap potensi perlambatan ekonomi. Sebaliknya, kenaikan harga saham mencerminkan keyakinan investor bahwa ekonomi akan bertumbuh pesat di masa depan. Fluktuasi harga ini menjadi sinyal penting bagi para pelaku ekonomi untuk mengantisipasi dan mengambil keputusan strategis.

Berdasarkan informasi dari kontan.co.id diketahui bahwa saham-saham syariah di Indonesia berkinerja positif. Bursa Efek Indonesia (BEI) mencatat, sejak kasus Covid-19 di Indonesia pertama kali diumumkan pada 2 Maret 2020 hingga 31 Maret 2021, ISSI menguat hingga 13,9%. Sementara itu, JII70 naik 12,3% dan JII meningkat 7,8%. Bahkan, pergerakan ketiga indeks syariah itu lebih baik dibandingkan LQ45 maupun IDX30 yang terkerek masing-masing 5,1% dan 2,4%. Sebagai pembandingan, di masa sebelum pandemi Januari-Februari 2020, kinerja ISSI melorot 16,5%. Sementara itu, JII70 dan JII terkikis masing-masing 18,4% dan 19,1%. Oleh karena itu, penting untuk diketahui faktor apa saja yang dapat mempengaruhi harga saham syariah termasuk ISSI.

Berikut ini nilai rata-rata harga emas dunia dan variabel ekonomi makro yang menjadi variabel penelitian:

Tabel 1.1
Perkembangan Harga Emas Dunia, Inflasi, Nilai Tukar, PDB dan BI Rate
Tahun 2017-2023

| Tahun | Harga Emas | Inflasi | Niai Tukar | PDB | BI Rate |
|--------------|-------------------|----------------|-------------------|------------|----------------|
| 2017 | 1267.01 | 3.61 | 13398.2 | 13589826 | 4.56 |
| 2018 | 1261.88 | 3.13 | 14267.3 | 14838756 | 5.02 |
| 2019 | 1414.52 | 2.72 | 14130.6 | 15832657 | 5.62 |
| 2020 | 1789.68 | 1.68 | 14625.3 | 15443353 | 4.25 |
| 2021 | 1792.48 | 1.87 | 14344.9 | 16976751 | 3.52 |
| 2022 | 1807.86 | 5.51 | 14916.8 | 19588090 | 4 |
| 2023 | 1903.33 | 2.61 | 15218.8 | 20892377 | 5.81 |

Sumber: Data diolah peneliti, 2024

Mengacu pada tabel 1.1, diketahui bahwa perkembangan harga emas dunia rata-rata selama tujuh tahun mengalami kenaikan yang cukup signifikan. Kenaikan harga emas dunia yang cenderung naik kemungkinan dapat terjadi karena beberapa faktor salah satunya faktor fundamental dan makroekonomi yang mempengaruhi permintaan dan penawaran emas. Harga emas memiliki korelasi yang cenderung berlawanan dengan harga saham. Pernyataan tersebut sesuai penelitian yang telah dilakukan oleh Oktariansyah, (2023) menyebutkan bahwa harga emas berpengaruh negatif terhadap variabel Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), karena semakin tinggi harga emas maka IHSG akan menurun (Oktariansyah et al., 2023). Hal ini didukung oleh penelitian lain, bahwa harga emas dunia berpengaruh secara negatif namun tidak signifikan terhadap perkembangan harga saham (Nurhasanah et al., 2021) (Ulum & Syaputri, 2022).

Selain harga komoditas emas dunia di atas, terdapat juga faktor makro ekonomi dapat memberikan pengaruh pada pasar modal dan dapat membentuk harga saham (Ahmad, 2021). Faktor makroekonomi merupakan faktor fundamental makro yang paling banyak mendapat perhatian investor di pasar modal. Perubahan faktor makroekonomi mempunyai kecenderungan untuk mempengaruhi pasar modal sehingga investor yang rasional akan

terlebih dahulu melihat perkiraan tren faktor makroekonomi di masa depan sebelum mengambil keputusan berinvestasi. Sebab, pertumbuhan investasi akan sangat ditentukan oleh volatilitas faktor makroekonomi di masa depan (Wahyudi et al., 2017).

B. Metode Penelitian

Metode penelitian dengan VECM (*Vector Error Correction Model*). Dimana penelitian ini menggunakan data sekunder berupa runtun waktu (*time series*). Data yang diperoleh disajikan secara numerik dan dianalisis menggunakan metode statistik dan ekonometrika. Data penelitian ini berupa data bulanan dari tahun 2017-2023. Adapun sumber data masing masing variabel adalah sebagai berikut:

Tabel 2.1
Data dan Sumber Data

| No | Data | Sumber Data |
|----|--------------------------------|-------------------------|
| 1 | Harga emas dunia | Tradingeconomics.com |
| 2 | Inflasi | Bank Indonesia |
| 3 | Nilai tukar rupiah | Kementerian Perdagangan |
| 4 | PDB | Bank Indonesia |
| 5 | BI Rate | Bank Indonesia |
| 6 | Indeks Saham Syariah Indonesia | Investing.com |

Teknik pengumpulan data dalam penelitian ini yaitu dokumentasi, kepustakaan, analisis data sekunder dan *browsing*. Adapun teknik analisis data dengan bantuan *evIEWS-12* dengan tahapan yaitu uji stasioneritas, penentuan lag optimum, uji stabilitas model, uji kointegrasi johansen, uji kausalitas granger, estimasi VECM, uji *Impulse Response Function* (IRF) dan uji *Forecasting Error Decomposition of Variance* (FEDV)

C. Hasil dan Pembahasan

1. Analisis Data

a. Uji stasioneritas (*Unit Root Test*)

Berikut ini hasil dari pengujian dari ADF pada tingkat level:

Tabel 3.1
Hasil Uji Stasioneritas Tingkat Level

| ADF | | | |
|-------------------------|---------|---------------------------------|-----------------|
| Variabel | P-Value | Nilai Kritis $\alpha = 10\%$ | Keterangan |
| Harga emas (X1) | 0,822 | 0,1 | Tidak Stasioner |
| Inflasi (X2) | 0,063 | 0,1 | Stasioner |
| Nilai tukar rupiah (X3) | 0,094 | 0,1 | Tidak Stasioner |
| PDB (X4) | 0,010 | 0,1 | Tidak Stasioner |
| BI Rate (X5) | 0,281 | 0,1 | Tidak Stasioner |
| ISSI (Y) | 0,594 | 0,1 | Tidak Stasioner |

Sumber: Output *EvIEWS-12* (data diolah)

Berdasarkan tabel 3.1, nilai ADF masing-masing variabel dengan tingkat signifikansi $\alpha = 10\%$ menunjukkan semua variabel yang tidak stasioner pada tingkat level, kecuali inflasi memiliki prob. sebesar $0,063 < 0,1$. Sehingga selanjutnya dilakukan stasioner pada tingkat *first difference*.

Berikut ini pengujian dari ADF pada tingkat differensi tingkat pertama:

Tabel 3.2
 Hasil Uji Stasioneritas Tingkat Pertama

| ADF | | | |
|-------------------------|---------|------------------------------|------------|
| Variabel | P-Value | Nilai Kritis $\alpha = 10\%$ | Keterangan |
| Harga emas (X1) | 0,000 | 0,1 | Stasioner |
| Inflasi (X2) | 0,030 | 0,1 | Stasioner |
| Nilai tukar rupiah (X3) | 0,000 | 0,1 | Stasioner |
| PDB (X4) | 0,000 | 0,1 | Stasioner |
| BI Rate (X5) | 0,031 | 0,1 | Stasioner |
| ISSI (Y) | 0,000 | 0,1 | Stasioner |

Sumber: Output Eviews-12 (data diolah)

Berdasarkan tabel 3.2, nilai probabilitas pada tingkat pertama (*first difference*) menunjukkan bahwa data tersebut telah stasioner yang dibuktikan dengan nilai probabilitas sebesar 0,000 (harga emas, nilai tukar rupiah, PDB dan ISSI), 0,030 (inflasi) dan 0,031 (BI Rate) $< 10\%$ atau 0,1. Sehingga dapat dirumuskan bahwa data pada semua variabel telah stasioner.

b. Uji Lag Optimal

Berikut ini hasil uji lag optimal yaitu sebagai berikut:

Tabel 3.3
 Hasil Uji Lag Optimal

| La g | LogL | LR | FPE | AIC | SC | HQ |
|------|-------------------|-------------|---------------|--------|-------------|-------------|
| 0 | - 2914.04 5 | NA | 9.50e+25 | 76.843 | 77.027 * | 76.916 |
| 1 | - 2855.93 0 | 105.52 4 | 5.33e+25 * | 76.261 | 77.549 | 76.776 * |
| 2 | - 2824.78 1 | 51.642 | 6.16e+25 | 76.388 | 78.781 | 77.344 |
| 3 | - 2792.26 3 | 48.777 | 7.05e+25 | 76.480 | 79.976 | 77.877 |
| 4 | - 2760.93 4 | 42.047 | 8.71e+25 | 76.603 | 81.203 | 78.441 |
| 5 | - | 33.785 | 1.23e+26 | 76.800 | 82.504 | 79.079 |

| | | | | | | |
|---|-------------------|-------------|----------|-------------|--------|--------|
| | 2732.40 4 | | | | | |
| 6 | - 2676.85 9 | 57.006 * | 9.34e+25 | 76.285 | 83.093 | 79.006 |
| 7 | - 2638.10 8 | 33.652 | 1.25e+26 | 76.213 * | 81.125 | 79.375 |

Sumber: Output Eviews-12 (data diolah)

Mengacu tabel 3.3 di atas, menunjukkan *lag* 7 memiliki nilai AIC terkecil yaitu sebesar 76.213 karena memiliki tanda (*) paling banyak, maka *lag* yang digunakan adalah *lag* 7.

c. Uji Stabilitas Model

Tabel 3.4
 Hasil Stabilitas Model

| Root | Modulus |
|-----------------------|----------|
| -0.675135 + 0.704449i | 0.975733 |
| -0.675135 - 0.704449i | 0.975733 |
| -0.319985 + 0.909766i | 0.964399 |
| -0.319985 - 0.909766i | 0.964399 |
| -0.909975 + 0.298056i | 0.957545 |
| -0.909975 - 0.298056i | 0.957545 |
| 0.755970 - 0.572768i | 0.948448 |
| 0.755970 + 0.572768i | 0.948448 |
| 0.910756 - 0.256573i | 0.946206 |
| 0.910756 + 0.256573i | 0.946206 |
| -0.034326 + 0.919516i | 0.920157 |
| -0.034326 - 0.919516i | 0.920157 |
| 0.547399 - 0.737267i | 0.918264 |
| 0.547399 + 0.737267i | 0.918264 |
| 0.083540 + 0.913843i | 0.917653 |
| 0.083540 - 0.913843i | 0.917653 |
| -0.910353 | 0.910353 |
| 0.441841 - 0.781797i | 0.898014 |
| 0.441841 + 0.781797i | 0.898014 |
| 0.726882 + 0.511137i | 0.888605 |
| 0.726882 - 0.511137i | 0.888605 |
| -0.756234 - 0.465218i | 0.887872 |
| -0.756234 + 0.465218i | 0.887872 |
| -0.854633 + 0.158018i | 0.869119 |
| -0.854633 - 0.158018i | 0.869119 |
| -0.125097 - 0.839574i | 0.848842 |
| -0.125097 + 0.839574i | 0.848842 |
| 0.819326 - 0.123705i | 0.828613 |
| 0.819326 + 0.123705i | 0.828613 |

| | |
|-----------------------|----------|
| -0.737281 – 0.298048i | 0.795246 |
| -0.737281 + 0.298048i | 0.795246 |
| -0.483787 – 0.601544i | 0.771949 |
| -0.483787 + 0.601544i | 0.771949 |
| 0.330152 – 0.672876i | 0.749508 |
| 0.330152 + 0.672876i | 0.749508 |
| -0.362931 + 0.637810i | 0.733840 |
| -0.362931 - 0.637810i | 0.733840 |
| 0.223625 + 0.660575i | 0.697400 |
| 0.223625 - 0.660575i | 0.697400 |
| 0.637709 + 0.033789i | 0.638604 |
| 0.637709 - 0.033789i | 0.638604 |
| -0.103961 | 0.103961 |

Sumber: Output Eviews-12 (data diolah)

Mengacu tabel 3.4 di atas, semua modulus memiliki nilai absolut < 1 yang artinya bahwa model sudah stabil. Jika model VAR sudah stabil maka dapat dilanjutkan untuk analisis *Impulse Response Function* (IRF) dan *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD).

d. Uji Kointegrasi

Berikut ini hasil hasil dari *Johansen Cointegration Test* .:

Tabel 3.5
 Hasil Uji Kointegrasi

| Hypothesized No. of CE (s) | Trace Statistic | 0.05 Critical Value |
|----------------------------|-----------------|---------------------|
| None* | 165.3710 | 95.75366 |
| At most 1 * | 102.3867 | 69.81889 |
| At most 2 * | 63.00981 | 47.85613 |
| At most 3 * | 31.71771 | 29.789707 |
| At most 4 * | 16.82593 | 15.49471 |
| At most 5 * | 4.257159 | 3.841465 |

Sumber: Output Eviews-12 (data diolah)

Mengacu tabel 3.5 di atas, diketahui nilai *trace statistic none* $>$ nilai *critical value 5%* yaitu sebesar $165,3710 > 95.75366$. Dengan demikian dapat dirumuskan bahwa H_0 diterima, sehingga terdapat kointegrasi. Begitupula pada bahwa nilai *trace statistic at most 1 ** sampai dengan *trace statistic at most 5**.

e. Uji Kausalitas Granger

Apakah suatu variabel memiliki hubungan satu atau dua arah, maka dapat dilakukan uji kausalitas. Adapun hasil dari *Granger's Causality* yaitu:

Tabel 3.6
 Hasil Uji Kausalitas Granger

| Null Hypothesis | Obs | F-Statistic | Prob. |
|-----------------|-----|-------------|-------|
|-----------------|-----|-------------|-------|

| | | | |
|---|----|-------|-------|
| Harga Emas does not Granger Cause ISSI | 77 | 1.352 | 0.241 |
| ISSI does not Granger Cause Harga Emas | | 0.674 | 0.692 |
| Inflasi does not Granger Cause ISSI | 77 | 0.714 | 0.659 |
| ISSI does not Granger Cause Inflasi | | 1.393 | 0.224 |
| Nilai Tukar does not Granger Cause ISSI | 77 | 2.614 | 0.019 |
| ISSI does not Granger Cause Nilai Tukar | | 2.048 | 0.062 |
| PDB Rate does not Granger Cause ISSI | 77 | 2.336 | 0.034 |
| ISSI does not Granger Cause PDB | | 2.146 | 0.051 |
| BI Rate does not Granger Cause ISSI | 77 | 1.003 | 0.437 |
| ISSI does not Granger Cause BI Rate | | 1.111 | 0.367 |
| Inflasi does not Granger Cause Harga Emas | 77 | 3.168 | 0.006 |
| Harga Emas does not granger Cause Inflasi | | 0.763 | 0.619 |
| Nilai Tukar does not Granger Cause Harga Emas | 77 | 0.768 | 0.616 |
| Harga Emas does not Granger Cause Nilai Tukar | | 0.717 | 0.657 |
| PDB does not Granger Cause Harga Emas | 77 | 1.860 | 0.091 |
| Harga Emas does not Granger Cause PDB | | 0.317 | 0.943 |
| BI Rate does not Granger Harga Emas | 77 | 1.517 | 0.178 |
| Harga Emas does not Granger Cause BI Rate | | 0.498 | 0.832 |
| Nilai Tukar does not Granger Cause Inflasi | 77 | 0.286 | 0.956 |
| Inflasi does not Granger Cause Nilai Tukar | | 0.536 | 0.803 |
| PDB does not Granger Cause Inflasi | 77 | 2.328 | 0.035 |
| Inflasi does not Granger Cause PDB | | 1.044 | 0.409 |
| BI Rate does not Granger Inflasi | 77 | 0.524 | 0.812 |
| Inflasi does not Granger Cause BI Rate | | 0.994 | 0.444 |
| PDB does not Granger Cause Nilai Tukar | 77 | 1.489 | 0.187 |
| Nilai Tukar does not Granger Cause PDB | | 1.982 | 0.071 |
| BI Rate does not Granger Cause Nilai Tukar | 77 | 1.416 | 0.215 |
| Nilai Tukar does not Granger Cause BI Rate | | 1.740 | 0.115 |
| BI Rate does not Granger PDB | 77 | 1.035 | 0.415 |
| PDB does not Granger Cause BI Rate | | 1.249 | 0.290 |

Sumber: Output Eviews-12 (data diolah)

Mengacu tabel 3.6 di atas, diketahui hasil yang memiliki hubungan kausalitas diantara masing-masing variabel penelitian yaitu nilai tukar rupiah dan ISSI memiliki hubungan satu arah. Hal ini dapat dibuktikan bahwa nilai prob. nilai tukar rupiah terhadap ISSI lebih kecil dari 0,05 ($0,019 < 0,05$), sedangkan nilai prob. variabel harga emas terhadap ISSI lebih besar dari 0,05 ($0,062 > 0,05$). Kemudian, diketahui hubungan kausalitas satu arah antara variabel PDB dan ISSI. Hal ini dapat dibuktikan bahwa nilai prob. PDB terhadap ISSI lebih kecil dari 0,05 ($0,034 < 0,05$). Sedangkan nilai ISSI terhadap PDB lebih besar dari 0,05 ($0,051 > 0,05$). Begitupula dengan inflasi dan harga emas memiliki hubungan kausalitas satu arah. Hal ini dapat dibuktikan bahwa nilai prob. inflasi terhadap harga emas lebih kecil dari 0,05 ($0,006 < 0,05$), sedangkan harga emas terhadap inflasi memiliki nilai prob. lebih besar dari 0,05 ($0,619 > 0,05$). Selanjutnya, variabel PDB dan

inflasi memiliki hubungan kausalitas satu arah. Hal ini dapat dibuktikan bahwa variabel PDB terhadap inflasi memiliki nilai prob. lebih kecil dari 0,05 ($0,035 < 0,05$) sedangkan, variabel inflasi terhadap PDB memiliki nilai prob. lebih besar dari 0,05 ($0,406 > 0,05$).

f. Estimasi VECM

Vector Error Correction Model (VECM) merupakan suatu model analisis ekonometrik dengan tujuan yaitu untuk mengetahui tingkah laku jangka pendek dari suatu variabel jangka panjangnya. Selain itu, untuk mengetahui apakah terdapat hubungan jangka panjang dan panjang antar variabel langkah yang perlu dilakukan adalah dengan cara membandingkan nilai t-statistic dengan t-tabel, dimana jika nilai t-statistic $>$ t-tabel, maka dapat dirumuskan terdapat pengaruh antar variabel. Berikut ini hasil uji VECM jangka panjang:

Tabel 3.7
 Hasil Uji VECM Jangka Panjang

| Variabel | Koefisien | T-Statistic | T-Tabel | Keterangan |
|-------------------------|-----------|-------------|---------|------------|
| Harga emas (X1) | 0.050 | 2.706 | 1.990 | Signifikan |
| Inflasi (X2) | -4.860 | -2.759 | 1.990 | Signifikan |
| Nilai tukar rupiah (X3) | 0.033 | 6.846 | 1.990 | Signifikan |
| PDB (X4) | 8.390 | 2.907 | 1.990 | Signifikan |
| BI Rate (X5) | -9.296 | -3.314 | 1.990 | Signifikan |

Sumber: Output Eviews-12 (data diolah)

Mengacu tabel 4.7, hasil uji VECM jangka panjang, diketahui bahwa variabel harga emas berpengaruh positif dan signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), hal ini terbukti karena nilai t-statistic $>$ t tabel yaitu $2,706 > 1,990$. Sedangkan, inflasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ISSI, hal ini terbukti karena nilai t-statistic $>$ t tabel yaitu $-2,759 > 1,990$. Selanjutnya, variabel nilai tukar rupiah dan PDB berpengaruh positif dan signifikan terhadap ISSI, hal ini terbukti karena nilai t-statistic $>$ t tabel yaitu $6,846$ dan $2,907 > 1,990$. Sedangkan, BI Rate berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ISSI, hal ini terbukti karena nilai t-statistic $>$ t tabel yaitu $-3,314 > 1,990$. Adapun hasil uji VECM jangka pendek yaitu sebagai berikut:

Tabel 3.8
 Hasil Uji VECM Jangka Pendek

| Lag | Variabel | Koefisien | T-Statistic | T-Tabel | Keterangan |
|-------|---------------------------------|-----------|-------------|---------|------------------|
| Lag 1 | Indeks Saham Syariah (ISSI) (Y) | 0.206 | 0.323 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | Harga emas (X1) | 0.052 | 1.428 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | Inflasi (X2) | -3.567 | -0.853 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | Nilai tukar rupiah (X3) | 0.034 | 1.610 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | PDB (X4) | 3.190 | 0.578 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | BI Rate (X5) | 10.647 | 1.194 | 1.990 | Tidak Signifikan |

| | | | | | |
|----------|---------------------------------|--------|--------|-------|------------------|
| Lag 2 | Indeks Saham Syariah (ISSI) (Y) | 0.556 | 0.901 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | Harga emas (X1) | 0.068 | 1.724 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | Inflasi (X2) | 0.130 | 0.028 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | Nilai tukar rupiah (X3) | 0.033 | 1.749 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | PDB (X4) | 2.600 | 0.514 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | BI Rate (X5) | 9.178 | 1.055 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| Lag 3 | Indeks Saham Syariah (ISSI) (Y) | 0.493 | 0.825 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | Harga emas (X1) | 0.086 | 2.130 | 1.990 | Signifikan |
| | Inflasi (X2) | 3.593 | 0.728 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | Nilai tukar rupiah (X3) | 0.026 | 1.559 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | PDB (X4) | 4.250 | 0.915 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | BI Rate (X5) | -6.661 | -0.732 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| Lag 4 | Indeks Saham Syariah (ISSI) (Y) | 0.8145 | 1.469 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | Harga emas (X1) | 0.095 | 2.455 | 1.990 | Signifikan |
| | Inflasi (X2) | 6.962 | 1.469 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | Nilai tukar rupiah (X3) | 0.027 | 1.915 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | PDB (X4) | 2.710 | 0.616 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | BI Rate (X5) | -5.659 | -0.602 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| Lag 5 | Indeks Saham Syariah (ISSI) (Y) | 0.760 | 1.536 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | Harga emas (X1) | 0.075 | 2.351 | 1.990 | Signifikan |
| | Inflasi (X2) | 0.433 | 0.087 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | Nilai tukar rupiah (X3) | 0.025 | 2.203 | 1.990 | Signifikan |
| | PDB (X4) | 1.970 | 0.558 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | BI Rate (X5) | -3.039 | -0.354 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| Lag 6 | Indeks Saham Syariah (ISSI) (Y) | 0.545 | 1.461 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | Harga emas (X1) | 0.047 | 2.096 | 1.990 | Signifikan |
| | Inflasi (X2) | -0.914 | -0.203 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | Nilai tukar rupiah (X3) | 0.013 | 1.634 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | PDB (X4) | 3.720 | 1.188 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | BI Rate (X5) | 7.521 | 0.868 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| Lag 7 | Indeks Saham Syariah (ISSI) (Y) | 0.074 | 0.284 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | Harga emas (X1) | 0.011 | 0.909 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | Inflasi (X2) | 0.139 | 0.034 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | Nilai tukar rupiah (X3) | 0.003 | 0.644 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | PDB (X4) | 2.470 | 0.926 | 1.990 | Tidak Signifikan |
| | BI Rate (X5) | 9.914 | 1.203 | 1.990 | Tidak Signifikan |

Sumber: Output Eviews-12 (data diolah)

Mengacu tabel 4.8, dalam jangka pendek, hasil uji VECM, diketahui bahwa pada lag 1 dan 2 seluruh variabel independen (X) tidak memiliki pengaruh pada variabel dependen (ISSI/Y), hal ini dikarenakan nilai t-statistik < t-tabel. Sedangkan, pada lag 3 dan 4 hanya variabel harga emas yang memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap ISSI. Hal ini dapat dibuktikan karena nilai t-statistic > t tabel yaitu 2,130 dan 2,455 > 1,990. Selanjutnya pada lag 5 terdapat 2 variabel yang mempengaruhi ISSI dalam jangka

pendek yaitu harga emas dan nilai tukar rupiah. Hal ini dapat dibuktikan karena nilai t-statistic > t tabel yaitu 2,351 dan 2,203 > 1,990. Selanjutnya, pada lag 6 hanya variabel harga emas yang memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap ISSI. Hal ini dapat dibuktikan karena nilai t-statistic > t tabel yaitu 2,096 > 1,990. Terakhir pada lag 7 tidak ada satupun variabel independen (X) yang berpengaruh terhadap variabel dependen (ISSI/Y), hal ini dikarenakan nilai t-statistik < t-tabel.

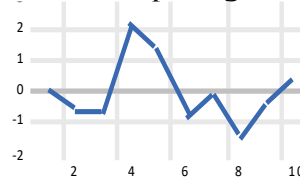
g. Uji Impulse Response Function (IRF)

IRF bertujuan untuk melihat pengaruh karena adanya *shock* atau guncangan yang diterima suatu variabel itu sendiri atau dari variabel lainnya. Variabel dikatakan merespon positif terhadap variabel lainnya jika pada grafik uji IRF garis biru berada di atas nilai 0.00 (garis keseimbangan). sebaliknya, variabel dikatakan merespon negative jika pada grafik hasil uji IRF garis biru berada di bawah nilai 0.00 (garis keseimbangan). Adapun hasil uji IRF yaitu sebagai berikut:

1. Respon Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) terhadap harga emas

Grafik 4.7

Hasil Uji IRF ISSI Terhadap Harga Emas Dunia



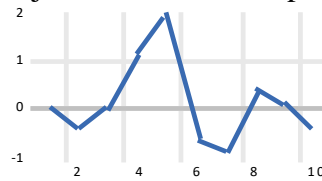
Sumber: Output Eviews-12

Mengacu pada grafik 4.7, diketahui bahwa respon ISSI akibat adanya guncangan (peningkatan/penurunan) pada harga emas selama periode sepuluh terakhir berfluktuatif naik turun dan cenderung positif. Hal ini dapat dilihat bahwa periode kesatu sampai ketiga mengalami penurunan, namun periode ke-tiga sampai ke-empat naik cukup signifikan. Kemudian periode berikutnya sampai ke-delapan ISSI merespon negatif dan kembali positif pada periode ke-sepuluh. Sehingga, dapat dirumuskan bahwa ISSI merespon positif karena grafik IRF berada di bawah garis 0.00 (garis keseimbangan) terhadap harga emas. Artinya, ketika ada guncangan baik kenaikan atau penurunan perubahan ISSI akan memberikan dampak positif terhadap harga emas.

2. Respon Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) terhadap inflasi

Grafik 4.8

Hasil Uji IRF ISSI Terhadap Inflasi



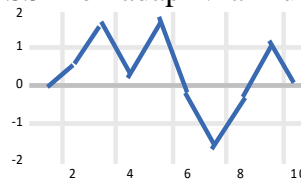
Sumber: Output Eviews-12

Mengacu pada grafik 4.8, diketahui bahwa respon kesenjangan ISSI terhadap inflasi selama periode sepuluh tahun terakhir berfluktuatif naik turun dan cenderung negatif. Hal ini dapat dilihat bahwa periode kesatu dan keda turun, lalu pada periode berikutnya naik kembali. Dan pada periode kelima sampai ke-delapan turun dan naik lagi sampai di periode ke-sembilan sampai sepuluh mengalami penurunan. Sehingga dapat dirumuskan bahwa ISSI merespon negatif karena grafik IRF berada di bawah garis 0.00 (garis keseimbangan) terhadap inflasi. Artinya, ketika ada goncangan baik kenaikan atau penurunan perubahan ISSI akan memberikan dampak negatif pada inflasi.

3. Respon Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) terhadap nilai tukar rupiah

Grafik 4.9

Hasil Uji IRF ISSI Terhadap Nilai Tukar Rupiah



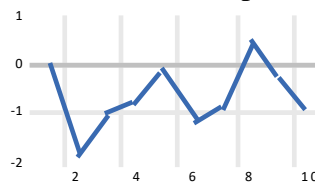
Sumber: Output Eviews-12

Mengacu pada grafik 4.9, diketahui bahwa respon ISSI akibat adanya goncangan (peningkatan/penurunan) pada nilai tukar rupiah selama periode sepuluh terakhir berfluktuatif naik turun dan cenderung positif. Hal ini dapat dilihat bahwa periode kesatu sampai kelima mengalami fluktuatif namun tetap berada di atas garis 0, namun periode ke-lima sampai ke-tujuh turun cukup signifikan. Kemudian periode berikutnya sampai ke-sepuluh ISSI merespon kembali positif. Sehingga, dapat dirumuskan bahwa ISSI merespon positif karena grafik IRF berada di bawah garis 0.00 (garis keseimbangan) terhadap nilai tukar rupiah. Artinya, ketika ada goncangan baik kenaikan atau penurunan perubahan ISSI akan memberikan dampak positif terhadap nilai tukar rupiah.

4. Respon Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) terhadap PDB

Grafik 4.10

Hasil Uji IRF ISSI Terhadap PDB



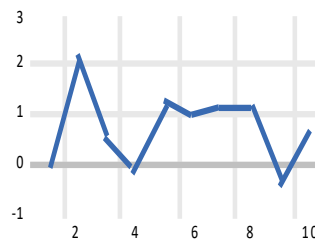
Sumber: Output Eviews-12

Mengacu pada grafik 4.10, diketahui bahwa respon kesenjangan ISSI terhadap PDB selama periode sepuluh tahun terakhir berfluktuatif naik turun dan cenderung negatif. Hal ini dapat dilihat bahwa periode kesatu sampai ke-tujuh mengalami naik turun dan tetap berada di bawah garis 0, lalu periode ke delapan sampai sembilan naik dan di periode ke-sepuluh turun kembali. Sehingga dapat dirumuskan bahwa ISSI merespon negatif karena grafik IRF berada di bawah garis 0.00 (garis keseimbangan) terhadap PDB. Artinya, ketika ada guncangan baik kenaikan atau penurunan perubahan ISSI akan memberikan dampak negatif pada PDB.

5. Respon Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) terhadap BI Rate

Grafik 4.11

Hasil Uji IRF ISSI Terhadap BI Rate



Sumber: Output Eviews-12

Mengacu pada grafik 4.11, diketahui bahwa respon kesenjangan ISSI terhadap BI Rate selama periode lima belas terakhir berfluktuatif naik turun dan cenderung positif. Hal ini dapat dilihat bahwa periode ke satu sampai kedua mengalami peningkatan yang cukup signifikan, namun periode ketiga sampai periode ke sepuluh naik turun dan cenderung berada di atas garis keseimbangan. Sehingga dapat dirumuskan bahwa ISSI merespon positif karena grafik IRF berada di bawah garis 0.00 (garis keseimbangan) terhadap BI Rate. Artinya, ketika ada guncangan baik kenaikan atau penurunan perubahan ISSI akan memberikan dampak positif terhadap nilai BI Rate.

h. Uji Forecast Error Variance Decomposition (FEVD)

Uji FEVD ini bertujuan untuk memberikan informasi mengenai proporsi dan pergerakan pengaruh *shock* pada sebuah variabel

terhadap *shock* variabel lainnya pada periode saat ini dan yang akan datang. Berikut ini hasil uji FEVD:

Tabel 4.9
Hasil Uji FEVD

| Periode | S.E | Harga Emas (X1) | Inflasi (X2) | Nilai Tukar (X3) | PDB (X4) | BI Rate (X5) | ISSI (Y) |
|---------|--------|-----------------|--------------|------------------|----------|--------------|----------|
| 1 | 7.429 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 100.000 |
| 2 | 8.227 | 0.588 | 0.159 | 0.707 | 4.928 | 6.889 | 86.726 |
| 3 | 9.086 | 0.958 | 0.130 | 3.745 | 5.145 | 5.925 | 84.095 |
| 4 | 9.529 | 5.549 | 1.650 | 3.476 | 5.436 | 5.409 | 78.477 |
| 5 | 10.262 | 6.246 | 4.868 | 6.064 | 4.693 | 6.112 | 72.015 |
| 6 | 10.549 | 6.522 | 4.984 | 5.789 | 5.688 | 6.596 | 70.419 |
| 7 | 11.375 | 5.612 | 4.795 | 7.106 | 5.502 | 6.653 | 70.328 |
| 8 | 11.973 | 6.382 | 4.460 | 6.469 | 5.091 | 6.815 | 70.780 |
| 9 | 12.524 | 5.901 | 4.084 | 6.716 | 4.717 | 6.346 | 72.234 |
| 10 | 12.682 | 5.899 | 4.127 | 6.550 | 5.191 | 6.489 | 71.742 |

Sumber: Output Eviews-12 (data diolah)

Mengacu tabel 4.9 di atas, diketahui variabel harga emas (X1) mengalami fluktuasi pengaruh terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (Y) pada periode pertama sampai periode ke sepuluh, namun cenderung positif. Pada periode kedua sampai ke-enam variabel harga emas mempengaruhi ISSI masing-masing sebesar 0,588%, 0,958%, 5,549%, samapi 6,522%. Lalu periode berikutnya turun menjadi 5,612% dan naik kembali menjadi 6,382%. Pada periode kesembilan dan kesepuluh turun lagi menjadi 5,901% dan 5,899%.

Sedangkan, kontribusi variabel inflasi (X2) terhadap ISSI (Y) berfluktuasi sampai periode terakhir. Dapat diketahui bahwa pada periode ke dua mengalami kenaikan sebesar 0,159% dan turun pada periode ketiga menjadi 0,130%. Lalu periode berikutnya naik masing-masing sebesar 1,650%, 4,868%, dan 4,984%. Selanjutnya periode ketujuh sampai sembilan turun sebesar 4,795%, 4,460% dan 4,084% dan periode terakhir naik menjadi 4,127%.

Selanjutnya, kontribusi variabel nilai tukar rupiah (X3) terhadap ISSI (Y) sangat berfluktuasi, namun cenderung naik. Hal ini dapat dilihat bahwa pada dua periode pertama mengalami kenaikan dari 0,707% dan 3,747%. Namun periode ke-empat sampai terakhir mengalami naik turun dari 3,476% sampai 6,550%. Begitupula kontribusi variabel PDB (X4) juga mengalami fluktuasi dalam memberikan pengaruh terhadap ISSI (Y) namun cenderung positif. Diketahui bahwa periode ke dua sampai ke empat naik dari 4,928% menjadi 5,436%. Lalu di periode kelima turun menjadi 4,693% dan naik kembali pada periode ke-enam menjadi 5,688%. Selanjutnya pada periode ke-tujuh samapi sembilan mengalami

penurunan masing-masing sebesar 5,502%, 5,091% dan 4,717% kemudian naik kembali diperiode ke-sepuluh sebesar 5,191%.

Setelah itu, kontribusi variabel BI Rate (X5) mengalami fluktuasi dalam memberikan pengaruh terhadap ISSI (Y) namun cenderung positif. Pada periode kedua memiliki nilai yaitu sebesar 6,889% dan periode berikutnya turun menjadi 5,925% dan 5,409%. Kemudian periode ke-lima sampai delapan naik dari 6,112 sampai 6,815%. Lalu turun kembali menjadi 6,346% sampai diperiode kesepuluh naik menjadi 6,489%.

Terakhir, menunjukkan variabel Indeks Saham Syariah Indonesia (Y) mengalami penurunan dalam memberikan pengaruh terhadap ISSI itu sendiri. Hal ini dapat diketahui bahwa pada periode pertama memiliki nilai 100,00% hal ini terus mengalami penurunan sampai di periode ketujuh yaitu sebesar 70,328%. Lalu pada periode ke-delapan dan sembilan naik sebesar 70,780% dan 72,234% sampai diperiode kesepuluh turun kembali menjadi 71,742%.

2. Pembahasan

Berdasarkan hasil uji estimasi VECM masing-masing variabel yang diteliti yaitu harga emas dunia (X1), inflasi (X2), nilai tukar rupiah (X3), PDB (X4) dan BI rate (X5) terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (Y). Dari analisis data sebelumnya, diketahui bahwa dalam jangka pendek pada lag ketiga sampai lag ke-enam harga emas dunia berpengaruh secara signifikan dan positif terhadap ISSI, karena nilai t-statistic lebih besar dari t-tabel yaitu (2,130, 2,455, 2,351 dan 2,096) > 1,990. Begitupula dalam jangka panjang variabel harga emas dunia memiliki pengaruh secara signifikan dan positif terhadap ISSI, karena nilai t-statistic lebih besar dari t-tabel yaitu 2,706 > 1,990.

Hal ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Ahmad (2021) bahwa dengan naiknya harga emas dunia, investor mendapatkan alternatif untuk menciptakan portofolio yang lebih baik, dikarenakan emas adalah instrumen yang mempunyai risiko yang minim dan efisien untuk ditransaksikan. Investor yang memiliki portofolio beragam mungkin meningkatkan alokasi mereka pada saham-saham syariah sebagai bagian dari strategi diversifikasi untuk mengurangi risiko. Harga emas yang tinggi bisa menjadi sinyal bagi investor untuk menambah eksposur mereka pada aset yang berbeda, termasuk saham-saham syariah, untuk mencapai keseimbangan risiko yang lebih baik (Ahmad, 2021).

Hasil ini didukung oleh uji IRF bahwa ISSI merespon positif karena grafik IRF berada di atas garis 0.00 (garis keseimbangan) terhadap harga emas. Artinya, ketika ada guncangan baik kenaikan atau penurunan perubahan ISSI akan memberikan dampak positif terhadap harga emas. Hal ini diperkuat oleh hasil dari uji FEVD yang menunjukkan bahwa dinamika dari kontribusi variabel harga emas dunia mengalami fluktuasi namun cenderung positif memberikan pengaruh terhadap ISSI.

Namun, hasil penelitian ini membantah teori asset safe-haven. Teori tersebut mengasumsikan bahwa terdapat hubungan negatif antara harga emas dengan saham. Hal ini kemungkinan terjadi karena beberapa faktor. Misalnya, investor mungkin menggunakan emas sebagai alat diversifikasi dan lindung nilai (hedge) terhadap risiko pasar saham. Ketika emas dan saham dalam portofolio berperforma baik secara bersamaan, hal ini dapat memberikan stabilitas dan mendorong sentimen positif di pasar saham, sehingga dapat meningkatkan ISSI.

Selain itu, beberapa perusahaan yang terdaftar dalam ISSI mungkin memiliki keterkaitan dengan industri emas atau komoditas lainnya. Kenaikan harga emas dapat meningkatkan pendapatan dan profitabilitas perusahaan-perusahaan ini, yang pada gilirannya meningkatkan harga saham mereka dan mendorong naiknya ISSI.

Sedangkan untuk variabel inflasi dalam jangka pendek pada lag satu sampai tujuh tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap ISSI. Hal tersebut dikarenakan bahwa bahwa nilai t-statistic lebih kecil dari t-tabel (1,990). Sedangkan dalam jangka panjang bahwa inflasi memiliki pengaruh negative terhadap ISSI. Hal ini dikarenakan nilai t-statistic lebih besar dari t-tabel yaitu $-2,759 > 1,990$. Dengan demikian, saat terjadi kenaikan inflasi maka perusahaan akan mengeluarkan biaya lebih tinggi. Jika peningkatan biaya tinggi dari pada pendapatan perusahaan, maka laba perusahaan akan mengalami penurunan. Saat profitabilitas perusahaan menurun akan menyebabkan investor tidak tertarik untuk berinvestasi di perusahaan. Hal ini akan mengakibatkan penurunan harga saham dan berdampak pada ISSI.

Hasil tersebut didukung oleh uji IRF yang menyatakan bahwa ISSI merespon negative terhadap inflasi. karena grafik IRF berada di bawah garis 0.00 (garis keseimbangan) terhadap inflasi. Artinya, ketika ada guncangan baik kenaikan atau penurunan perubahan ISSI akan memberikan dampak negatif pada inflasi. Hasil ini juga didukung oleh penelitian Wahyudi, 2017 dkk dan Darmawan 2022 menyebutkan bahwa inflasi berpengaruh negatif terhadap harga saham di negara Indonesia. Inflasi yang tinggi menyebabkan menurunnya profitabilitas suatu perusahaan, sehingga akan menurunkan pembagian dividen dan daya beli masyarakat juga menurun. Sehingga inflasi yang tinggi, akan berdampak negatif terhadap pasar ekuitas.

Selain itu, karena inflasi sering kali berarti kenaikan biaya bahan baku, tenaga kerja, dan biaya operasional lainnya. Peningkatan biaya

produksi ini bisa mengurangi margin keuntungan perusahaan. Meskipun perusahaan dapat mencoba meneruskan biaya ini kepada konsumen melalui harga yang lebih tinggi, hal ini bisa mengurangi permintaan. Perusahaan dalam ISSI, yang sering mematuhi prinsip-prinsip syariah dalam berbisnis, mungkin lebih terbatas dalam menaikkan harga karena pertimbangan etika.

Hal ini relevan dengan teori Arbitrage Pricing Theory (APT). bahwa inflasi dapat menyebabkan bank sentral menaikkan suku bunga, yang dapat mempengaruhi harga saham secara negatif karena biaya pinjaman meningkat dan nilai sekarang dari aliran kas masa depan menjadi lebih rendah. Dalam APT, perubahan dalam kebijakan moneter akan tercermin dalam faktor risiko yang relevan.

Sedangkan nilai tukar rupiah dalam jangka pendek pada lag ke-lima memiliki pengaruh terhadap ISSI Hal ini dapat diketahui bahwa nilai t-statistic lebih besar dari t-tabel yaitu $2,203 > 1,990$. Begitupula, dalam jangka panjang nilai tukar rupiah memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap ISSI. Hal ini dapat dilihat bahwa nilai t-statistic $>$ t-tabel yaitu $6,846 > 1,990$. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing akan semakin berpengaruh terhadap investasi di Indeks Saham Syariah Indonesia. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurhasanah, 2021 bahwa nilai tukar rupiah berpengaruh positif terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Karena nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing atau dolar menunjukkan prospek perekonomian.

Hal ini kemungkinan terjadi karena dapat meningkatkan daya saing ekspor: ketika nilai tukar rupiah menguat, produk-produk Indonesia menjadi lebih murah bagi pembeli asing. Hal ini dapat meningkatkan kinerja perusahaan-perusahaan eksportir yang terdaftar dalam ISSI karena meningkatnya permintaan atas produk mereka di pasar internasional. Selain itu, dapat menurunkan biaya impor: nilai tukar yang menguat membuat harga barang impor menjadi lebih murah dalam mata uang lokal. Ini dapat menguntungkan perusahaan-perusahaan yang menggunakan bahan baku atau barang impor dalam proses produksi mereka. Penurunan biaya impor ini dapat meningkatkan profitabilitas perusahaan-perusahaan tersebut, yang pada gilirannya dapat meningkatkan nilai saham mereka di pasar saham, termasuk ISSI.

Hal tersebut relevan dengan pendekatan portofolio yang dipelopori oleh Harry M. Markowitz bahwasannya investor dapat memahami dan mengelola hubungan antara nilai tukar Rupiah terhadap harga saham misalnya dengan menganalisis risiko dan pengembalian. Dalam Teori Portofolio, korelasi antara aset adalah penting untuk diversifikasi. Investor harus memperhatikan korelasi antara nilai tukar Rupiah dan harga saham dalam portofolionya. Jika nilai tukar Rupiah dan harga saham memiliki korelasi negatif, maka ini dapat menjadi alat diversifikasi yang efektif. Selanjutnya, Investor dapat menggunakan model mean-variance untuk mengoptimalkan portofolionya dengan

mempertimbangkan risiko nilai tukar. Dengan menghitung pengembalian yang diharapkan dan risiko (varians) dari berbagai kombinasi aset, investor dapat memilih portofolio yang optimal.

Kemudian diperkuat oleh hasil uji IRF bahwa respon ISSI akibat adanya goncangan (peningkatan/penurunan) pada nilai tukar rupiah selama periode sepuluh terakhir berfluktuatif naik turun dan cenderung positif. Hal ini dapat dilihat bahwa periode kesatu sampai kelima mengalami fluktuatif namun tetap berada di atas garis 0, namun periode ke-lima sampai ke-tujuh turun cukup signifikan. Kemudian periode berikutnya sampai ke-sepuluh ISSI merespon kembali positif. Sehingga, dapat dirumuskan bahwa ISSI merespon positif. karena grafik IRF berada di bawah garis 0.00 (garis keseimbangan) terhadap nilai tukar rupiah. Artinya, ketika ada goncangan baik kenaikan atau penurunan perubahan ISSI akan memberikan dampak positif terhadap nilai tukar rupiah.

Selanjutnya, variabel PDB tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap ISSI dalam jangka pendek. Hal ini dapat dilihat bahwa nilai t-statistic lebih kecil dari t-tabel. Sedangkan dalam jangka panjang PDB berpengaruh positif terhadap ISSI, karena nilai t-statistic lebih besar dari t-tabel yaitu $2,907 > 1,990$. Hal ini diketahui bahwa pertumbuhan PDB menunjukkan pertumbuhan ekonomi secara keseluruhan, yang biasanya mencerminkan pertumbuhan perusahaan di berbagai sektor ekonomi. Ketika ekonomi tumbuh, perusahaan-perusahaan di sektor riil seperti manufaktur, pertanian, dan jasa seringkali mengalami peningkatan pendapatan dan keuntungan. Ini dapat menciptakan sentimen positif di pasar saham dan mendorong investor untuk berinvestasi di saham-saham yang terdaftar dalam ISSI.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Wahyudi (2017) dan Soyan (2023), PDB yang tumbuh stabil meningkatkan kepercayaan investor terhadap ekonomi dan pasar saham. Kepercayaan ini dapat menarik lebih banyak investasi domestik dan asing ke pasar saham, termasuk ke dalam saham-saham yang termasuk dalam ISSI. Dengan meningkatnya permintaan saham, harga saham cenderung naik, yang berkontribusi positif terhadap indeks ISSI.

Selain itu, Pertumbuhan PDB yang kuat menciptakan lingkungan ekonomi yang positif dan stabil, yang mendorong perusahaan untuk berinvestasi dan berekspansi. Investasi dalam kapasitas produksi, teknologi baru, dan pasar baru dapat meningkatkan efisiensi dan pertumbuhan perusahaan. Perusahaan-perusahaan dalam ISSI yang berinvestasi dan berekspansi dalam lingkungan ekonomi yang positif ini cenderung mencatatkan pertumbuhan yang lebih tinggi dalam jangka panjang, yang meningkatkan nilai saham.

Hal ini relevan dengan teori Arbitrage Pricing Theory (APT) yang mampu memberikan pendekatan yang lebih fleksibel untuk menilai harga saham dengan mempertimbangkan berbagai faktor risiko makroekonomi, termasuk PDB. Jika PDB tumbuh positif, maka dapat

meningkatkan pendapatan dan keuntungan perusahaan, yang cenderung dapat meningkatkan harga ISSI.

Terakhir, BI Rate tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap ISSI dalam jangka pendek. Hal ini dapat dilihat bahwa nilai t-statistic lebih kecil dari t-tabel. Sedangkan dalam jangka panjang BI rate berpengaruh negative terhadap ISSI, karena nilai t-statistic lebih besar dari t-tabel yaitu $-3,314 > 1,990$. Ada beberapa kemungkinan dapat terjadi penyebabnya yaitu biaya modal yang lebih tinggi: Kenaikan suku bunga BI rate biasanya akan menyebabkan biaya modal menjadi lebih tinggi bagi perusahaan. Hal ini dapat mengurangi laba bersih perusahaan karena pembayaran bunga yang lebih tinggi atas pinjaman dan utang mereka. Sebagai hasilnya, kenaikan BI rate dapat menekan profitabilitas perusahaan dan, oleh karena itu, menurunkan harga ISSI. Selain itu, peningkatan beban utang: Perusahaan yang memiliki utang berbunga akan terbebani dengan beban bunga yang lebih tinggi ketika suku bunga naik. Hal ini dapat menyebabkan peningkatan beban utang bagi perusahaan, yang kemudian dapat membatasi kemampuan mereka untuk berinvestasi, melakukan ekspansi, atau membayar dividen. Dampak ini dapat menyebabkan penurunan harga saham perusahaan, termasuk saham-saham yang terdaftar dalam ISSI. Selanjutnya, Penurunan Konsumsi dan Investasi: Kenaikan suku bunga juga dapat mengurangi daya beli masyarakat dan mengurangi minat investor untuk berinvestasi di pasar saham. Kondisi ini dapat menurunkan penjualan dan pendapatan perusahaan, yang pada gilirannya dapat berdampak negatif pada kinerja saham, termasuk saham-saham yang terdaftar dalam ISSI.

Namun hasil penelitian ini membantah penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Wahyudi, (2017) menyatakan bahwa BI rate berpengaruh positif terhadap harga saham. Hal ini kemungkinan terjadi karena salah satunya yaitu biaya pinjaman yang lebih rendah. Penurunan BI rate berarti bahwa suku bunga pinjaman bank juga cenderung turun. Hal ini membuat biaya modal lebih murah bagi perusahaan, termasuk perusahaan yang tercatat di ISSI. Dengan biaya pinjaman yang lebih rendah, perusahaan dapat lebih mudah melakukan investasi dan ekspansi bisnis, yang pada gilirannya dapat meningkatkan profitabilitas dan harga saham mereka.

Hal ini relevan dengan teori APT yang menyatakan bahwa inflasi dianggap sebagai salah satu faktor sistematis yang mempengaruhi return aset. Ketika inflasi meningkat atau menurun, akan berpengaruh signifikan terhadap harga saham dalam hal ini yaitu ISSI. Dengan memahami dan mengukur sensitivitas harga saham terhadap inflasi melalui APT, investor dapat membuat keputusan investasi yang lebih informasional dan strategi diversifikasi yang lebih efektif.

D. Penutup

Berdasarkan analisis data dan pembahasan yang telah dilakukan sebelumnya, terkait pengaruh harga emas dunia dan ekonomi makro terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), maka diperoleh kesimpulan yaitu sebagai berikut:

- a. Dalam jangka pendek harga emas dunia dan nilai tukar rupiah memiliki pengaruh positif terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), sedangkan inflasi, PDB dan BI rate tidak memiliki pengaruh terhadap ISSI;
- b. Dalam jangka panjang harga emas dunia, nilai tukar rupiah dan PDB memiliki pengaruh positif terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sedangkan, inflasi dan BI rate berpengaruh negative terhadap ISSI;
- c. Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) merespon positif shock yang diberikan oleh harga emas, nilai tukar rupiah, dan BI rate, sedangkan respon negatif diberikan oleh inflasi dan PDB.

Mengacu pada kesimpulan di atas, penulis membuat saran yaitu sebagai berikut:

- a. Untuk peneliti selanjutnya dapat memperluas penelitian ini dengan memperpanjang periode penelitian dan menambahkan standar ekonomi dan produk global yang mungkin mempengaruhi ISSI atau dengan melakukan perbandingan dengan standar Syariah di negara lain;
- b. Investor hendaknya mempertimbangkan fluktuasi perekonomian dalam berinvestasi untuk memprediksi harga saham syariah yang tercatat di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI);
- c. Untuk pemerintah dapat meningkatkan minat investor dalam negeri untuk berinvestasi di pasar modal khususnya berbasis syariah. Pemasalnya, perkembangan pasar keuangan merupakan indikator penting perekonomian suatu negara.

DAFTAR PUSTAKA

- Agestiani, A., & Sutanto, H. A. (2019). Pengaruh Indikator Makro Dan Harga Emas Dunia Terhadap Indeks Harga Saham Syariah (Jakarta Islamic Index). *ECONBANK: Journal of Economics and Banking*, 1(1), 26–38. <https://doi.org/10.35829/econbank.v1i1.1>
- Ahmad, F. (2021). Analisis Pengaruh Makroekonomi, Komoditas Dunia, dan Indeks Dunia terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pada Periode 2014-2019. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 9(1), 295. <https://doi.org/10.26740/jim.v9n1.p295-310>
- Darmawan, S., & Saiful Haq, M. S. (2022). Analisis pengaruh makroekonomi, indeks saham global, harga emas dunia dan harga minyak dunia terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). *Jurnal Riset Ekonomi Dan Bisnis*, 15(2), 95. <https://doi.org/10.26623/jreb.v15i2.4381>
- Dewi, R., & Nugraha. (2015). Pengaruh Suku Bunga Sbi, Nilai Tukar, Dan Indeks Pasar Dunia Pada Ihsg Di Bei. *Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis Dan Kewirausahaan*, 9(1), 33–41. <https://ojs.unud.ac.id/index.php/jmbk/article/view/14397>
- Khairunnida. (2017). Pengaruh Suku Bunga , Nilai Tukar Uang , dan Inflasi Terhadap Harga Saham. *Majalah Ilmiah Politeknik Mandiri Bina Prestasi*, 6(2), 208–216.
- Oktariansyah, O., Eko Putra, A., Sari, V., Usman, B., & Sundari, Y. (2023). Pengaruh Faktor Makro Ekonomi Dan Harga Komoditas Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan Pada Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Media Akuntansi (Mediasi)*, 5(2), 312–325. <https://doi.org/10.31851/jmediasi.v5i2.11353>
- Sartika, U. (2017). The Effect of Inflation, Interest Rates, Exchange Rates, World Oil Prices and World Gold Prices on IHSG and JII on the Indonesia Stock Exchange. *BALANCE Journal of Accounting and Business*, 2(2), 285.
- Soyan, S., Yunus, A. R., Indrawati, R., Islam, J. E., Ekonomi, P., & Dunia, H. M. (2023). The Effect of Macroeconomics and World Oil Prices on the Indonesian Sharia Stock Index for 2018-2022. *At TAWAZUN: Jurnal Ekonomi Islam*, 3(2), 19. <http://journal.uin-alauddin.ac.id/index.php/attawazun/index>
- Sudarsono, H. (2018). Indikator Makroekonomi dan Pengaruhnya Terhadap Indeks Saham Syariah di Indonesia. *Esensi: Jurnal Bisnis Dan Manajemen*, 8(2), 115–132. <https://doi.org/10.15408/ess.v8i2.7219>
- Sumarsono, S., & Hapsari, S. A. (2018). Pengaruh Ekspektasi Kegiatan Usaha Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (Studi Kasus pada Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Manajemen Maranatha*, 17(2), 135. <https://doi.org/10.28932/jmm.v17i2.804>
- The World Bank. (2011). *Perkembangan, Pemicu dan Dampak Harga Komoditas: Implikasinya terhadap Perekonomian Indonesia*. 1–287.

- <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/13276/588310v1010WP01esum1bahasa112312010.pdf?sequence=7>
- Ulum, M. B., & Syaputri, A. G. G. (2022). Pengaruh Harga Emas Dunia Dan Harga Minyak Dunia Terhadap Perkembangan Harga Saham Jakarta Islamic Index. *Forbiswira Forum Bisnis Dan ...*, 11(2), 175–184. <https://jurnal.mdp.ac.id/index.php/forbiswira/article/view/2233>
- Wahyudi, S., Hersugondo, H., Laksana, R. D., & Rudy, R. (2017). Macroeconomic Fundamental and Stock Price Index in Southeast Asia Countries A Comparative Study. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(2), 182–187. <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/3466>
- Yulianti, M. T., & Purwohandoko. (2019). Pengaruh Variabel Makroekonomi, Harga Komoditas & Indeks Saham Global Terhadap Ihsg Periode 2014-2018. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 7(3), 629–641.
- Zaimsyah, A. M. (2020). Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Index Harga Saham Syariah. *Jurnal Ekonomi*, 25(1), 1. <https://doi.org/10.24912/je.v25i1.623>